

RECHTSLEER DOCTRINE

VENNOOTSCHAPSRECHT / DROIT DES SOCIÉTÉS

Verhoogde flexibiliteit in de besloten vennootschap voor de structurering van managementparticipaties

An-Sofie Van Hootegem, Pieter Alliet en Caroline Borgers¹

1. Introductie	6
2. Effecten en structurering	7
2.1. Soort effecten en inbreng	7
2.1.1. Aandelen	7
2.1.2. Inschrijvingsrechten	7
2.1.3. Winstbewijzen	8
2.1.4. Inbreng in nijverheid	9
(i) Belastingheffing bij inbreng	9
(ii) Belastingheffing bij uitkering	10
2.2. Overdraagbaarheid van effecten	10
2.2.1. Statutaire beperkingen	10
2.2.2. Conventionele beperkingen	11
2.2.3. Verplichte vermeldingen in aandeelhoudersregister	12
2.3. Poolingvehikels	12
2.3.1. Noodzakelijkheid van een poolingvehikel onder het WVV	12
2.3.2. BV als waardig alternatief voor de Nederlandse StAK	13
3. Controle en governance	13
3.1. Principe van één aandeel één stem	13
3.2. Stemafspraken	14
4. Distributiemogelijkheden en verhoogde liquiditeit	15
4.1. Dividenduitkeringen in de BV	15
4.1.1. Voorwaarden om een dividend uit te keren	15
4.1.2. Introductie (en vereenvoudiging) van interimdividenden	17
4.2. Uittreding en uitsluiting	17
4.3. Verkrijging van eigen aandelen	18
4.4. Leeuwenbeding	20
5. Conclusie	20

SAMENVATTING

In deze bijdrage wensen de auteurs dieper in te gaan op de verhoogde flexibiliteit onder het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen (het “WVV”), en meer concreet voor de besloten vennootschap, in het kader van de structurering van managementparticipaties. Bij investeringen door management zijn er verschillende aandachtspunten waarmee rekening moet worden gehouden. Concreet denkt men hierbij in de eerste plaats aan de economische rechten die op maat zullen worden uitgewerkt voor het management, de controle- en zeggenschapsrechten waar de investeer-

¹ De auteurs zijn allen advocaten bij Linklaters LLP en verbonden aan respectievelijk de balie van Brussel en Antwerpen. Met bijzondere dank aan Victor Burki en Bart Buytaert voor het verstrekte advies bij de totstandkoming van deze bijdrage.

der bij voorkeur een niet al te grote inmenging wenst te zien van het management en, tot slot, de liquiditeitsmogelijkheden voor deze groep van aandeelhouders. Naast de vennootschapsrechtelijke aspecten speelt ook het fiscale luik hierbij een aanzienlijke rol. Vóór de inwerkingtreding van het WVV werden managementparticipaties veelal gestructureerd via een Stichting Administratiekantoor onder Nederlands recht omwille van de gunstige voorwaarden van een dergelijke structuur en de aanzienlijke flexibiliteit die mogelijk was voor de uitwerking van de rechten en verplichtingen van het management. Gelet op de waaier van mogelijkheden die het WVV biedt voor de besloten vennootschappen, rijst de vraag of de BV een volwaardig alternatief kan vormen voor de structurering van managementparticipaties. In deze bijdrage wordt dieper ingegaan op de verschillende nieuwigheden die het WVV brengt en de opportuniteiten van de verhoogde flexibiliteit in het kader van managementparticipaties. Meer concreet zal achtereenvolgens aandacht worden besteed aan de effecten die kunnen worden uitgegeven in de BV, de mogelijke beperkingen inzake overdraagbaarheid van effecten en het gebruik van poolingvehikels voor investeringen. Verder komen ook enkele governance aspecten aan bod en wordt er, tot slot, ingegaan op de verhoogde liquiditeit en distributiemogelijkheden in de BV.

RÉSUMÉ

Dans cette contribution, les auteurs souhaitent examiner plus en détail la flexibilité accrue du Code des sociétés et des associations (le « CSA »), et plus particulièrement pour la société à responsabilité limitée, dans le cadre de la structuration des participations du management. En ce qui concerne les investissements par le management, un certain nombre de points d'attention doivent être pris en compte. Concrètement, on pense en premier lieu aux droits économiques qui seront élaborés sur mesure pour le management, aux droits de contrôle et de vote où l'investisseur préfère ne pas voir trop d'interférence de la part du management et, enfin, aux possibilités de liquidité pour ce groupe d'actionnaires. Outre les aspects liés au droit des sociétés, le volet fiscal joue également un rôle important à cet égard. Avant l'entrée en vigueur du CSA, les participations du management étaient souvent structurées par l'intermédiaire d'un « Stichting Administratiekantoor » de droit néerlandais en raison des conditions favorables d'une telle structure et de la flexibilité considérable qui était possible pour l'élaboration des droits et obligations de la direction. Compte tenu de l'éventail des possibilités offertes par le CSA pour les sociétés à responsabilité limitée, la question se pose de savoir si la SRL constitue une alternative à part entière à la structuration des participations du management. Dans cette contribution, les différentes nouveautés apportées par le CSA ainsi que les possibilités offertes par la flexibilité accrue dans le cadre des participations du management sont examinées plus en détail. Plus précisément, l'attention sera attirée successivement sur les titres pouvant être émis dans la SRL, les éventuelles restrictions à la cession des titres et l'utilisation de véhicules de mise en commun (« pooling vehicles ») pour les investissements. En outre, certains aspects de gouvernance seront abordés et, enfin, les possibilités accrues de liquidité et de distribution dans la SRL seront discutées.

1. INTRODUCTIE

1. Bij M&A-transacties, en meer concreet wanneer *private equity* is betrokken, is de participatie van het management in het kapitaal een vaak voorkomend fenomeen. Door het management van de doelvennootschap als medeaandeelhouder aan boord te nemen of te houden, wenst de investeerder het management te incentiveren en zo met gelijklopende belangen de verdere groei van de vennootschap te verwezenlijken.

Dergelijke managementparticipaties kunnen op verschillende manieren worden gestructureerd. Daarbij wordt doorgaans veel aandacht besteed aan, enerzijds, voldoende economische incentivering voor het management en, anderzijds, het behoud van controle door de investeerder.

2. Deze bijdrage gaat in op de verhoogde flexibiliteit die

wordt geboden onder het nieuwe Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen (“WVV”²) voor de structurering van dergelijke managementparticipaties in de besloten vennootschap (“BV”). Er wordt zowel een vennootschapsrechtelijke als fiscale invalshoek gehanteerd. Die verhoogde flexibiliteit manifesteert zich onder meer in de nieuwe regels inzake de uitgifte van effecten en structurering van de investering, de controle en *governance* rechten en tot slot ook de distributiemogelijkheden en verhoogde liquiditeit voor de aandeelhouders. De rode draad doorheen de bijdrage is de vraag of de BV een waardig alternatief kan vormen voor de structurering van managementparticipaties of sterker nog, of zij kan worden beschouwd als de uitverkoren rechtsvorm voor de opzet van dergelijke structuur. Deze bijdrage gaat niet in op wijzigingen aan de regels toepasselijk op de naamloze vennootschap.

² Wet van 23 maart 2019 tot invoering van het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen en houdende diverse bepalingen (BS 4 april 2019) (hierna: “WVV”).

2. EFFECTEN EN STRUCTURERING

2.1. Soort effecten en inbreng

3. Het besloten karakter van de BVBA verzette zich onder andere tegen de intrede van derde partijen via converteerbare obligaties of inschrijvingsrechten (de nieuwe terminologie voor “warranten”). Het WVV maakt het besloten karakter van de BV facultatief en het verbod om inschrijvingsrechten of converteerbare obligaties uit te geven, wordt opgeheven. Voortaan kan men in de BV alle effecten uitgeven die niet door of krachtens de wet zijn verboden (art. 5:18 WVV)³. Het *numerus clausus*-principe voor de BVBA is dus verleden tijd.

2.1.1. Aandelen

4. Het WVV bevat een volledig nieuwe regeling om de rechten verbonden aan aandelen te bepalen. Als basisregel geldt dat elk aandeel recht geeft op één stem en dat elk aandeel gelijk deelt in de winst of het vereffeningssaldo van de vennootschap (art. 5:41 en 5:42 WVV). Deze regeling is echter volledig facultatief en de statuten kunnen hier (quasi onbepakt) van afwijken⁴. In de BV kunnen weliswaar enkel stemrechten worden toegekend aan aandelen en niet aan andere effecten⁵.

5. Zonder hier reeds uitvoerig in te gaan op de verschillende mogelijkheden om de rechten en verplichtingen verbonden aan de aandelen in de BV op maat uit te werken (zie hoofdstuk 3.), merken we reeds op dat deze flexibiliteit kan worden aangegrepen om zowel de *institutional strip*⁶ van de investeerder als de *sweet equity*⁷ van het management op maat te structureren door verschillende soorten (de nieuwe term voor “klassen”)⁸ aandelen uit te geven.

2.1.2. Inschrijvingsrechten

6. In het kader van *private equity*-transacties worden inschrijvingsrechten regelmatig gebruikt om het management te motiveren. Het management krijgt op deze manier het recht om in te schrijven op later uit te geven aandelen, waarvan het aantal kan worden bepaald in functie van bepaalde vooraf gedefinieerde doelstellingen (*milestones*). Indien de vennootschap de verwachte waardeinstijging kent, zal dit gebeuren aan een gunstige uitoefenprijs (vermits deze prijs wordt vastgesteld in functie van de marktwaarde op datum van toekenning).

7. Door het verbod voor de BVBA om inschrijvingsrechten toe te kennen, was deze rechtsvorm vaak ongeschikt als investeringsvehikel. Door de afschaffing van het *numerus clausus*-principe in het WVV voor wat betreft de BV is dit echter verleden tijd en kunnen inschrijvingsrechten ook worden aangewend in de BV.

8. Het WVV voorziet niet enkel in de algemene mogelijkheid tot uitgifte van inschrijvingsrechten in de BV, het verduidelijkt verder ook de definitie van personeel⁹. De notie personeel is in het kader van inschrijvingsrechten relevant aangezien deze de maximale looptijd beïnvloedt. Indien de uitgifte van een inschrijvingsrecht in hoofdzaak bestemd is voor één of meerdere bepaalde personen die geen leden van het personeel zijn, is de looptijd van het inschrijvingsrecht wettelijk beperkt tot 5 jaar (behoudens unanieme verzaking van alle aandeelhouders van hun voorkeurrecht) (art. 5:58 WVV). Bij een personeelslid geldt de normale termijn van 10 jaar (art. 5:57 jo. 5:58 WVV).

9. Een lacune onder het Wetboek van Vennootschappen (“W.Venn.”) was echter dat het begrip personeel niet wettelijk was gedefinieerd. De meerderheid van de rechtsleer was van mening dat een personeelslid een persoon is die via een arbeidsovereenkomst is verbonden met de vennootschap of

³. D. BRULOOT, H. DE WULF en K. MARESCEAU, “Hervorming vennootschapsrecht. Overzicht en evaluatie”, *NJW* 2018, 421.

⁴. *Memorie van toelichting* bij het wetsontwerp tot invoering van het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen en houdende diverse bepalingen, *Parl.St.* Kamer 2017-18, nr. 54-3119/001 (hierna: “*MvT*”), 141. E. GOLDSCHMIDT, “Het nieuwe Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen. Wat verandert er voor aandeelhouders?”, *Actua Leges*, n° 2018/29, III; P. LAMBRECHT, “Titres de sociétés” in X, *Het ontwerp Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen. Le projet de Code des sociétés et des associations*, Brussel, Larcier, (149) 159.

⁵. Art. 5:41, tweede lid WVV.

⁶. De term *institutional strip* wordt gebruikt om te verwijzen naar de middelen ingebracht door de private equity-investeerder, hetzij door middel van kapitaal, hetzij door middel van leningen.

⁷. De term *sweet equity* wordt gebruikt om te verwijzen naar de investering door het management in de doelvennootschap. Kenmerkend aan *sweet equity* is dat deze ondergeschikt is aan de *institutional strip*, maar tevens ook een hogere return biedt in vergelijking met de *institutional strip* (de zogenaamde *envy ratio*). De voornaamste reden hiertoe is dat de investeerder enerzijds het management wenst te motiveren om de vennootschap mee te doen groeien, en anderzijds om hen aan boord te houden gedurende de volledige investeringsperiode.

⁸. *MvT*, 34.

⁹. De uitbreiding van deze definitie is beperkt tot de toepassing van Boek 5 (BV), Boek 6 (CV) en Boek 7 (NV) van het WVV (zie art. 1:27 WVV). De wetgever heeft zo geprobeerd te verduidelijken dat deze verruimde definitie op geen enkele manier een wijziging wenst door te voeren in de sociale relaties tussen werknemers en werkgevers, of begrippen zoals “personeelsbestand”, “personeelsregister” of “personeelsaangelegenheden”, die in andere boeken worden aangewend, wenst te wijzigen (*MvT*, 35).

met één van haar dochterondernemingen¹⁰. Slechts een minderheid in de rechtsleer vond dat deze definitie ook moest worden uitgebreid naar bestuurders of kaderleden die hun activiteiten uitoefenen op een zelfstandige basis of via een managementvennootschap. Het hoeft weinig betoog dat dit tot rechtsonzekerheid leidde bij de structurering van managementparticipaties.

10. Het WVV schept klaarheid. Naast de oude meerderheidsvisie die hierboven is omschreven, wordt onder “personeel” voortaan bijkomend verstaan (art. 1:27 WVV) (i) elke natuurlijke persoon die met een vennootschap of met haar dochtervennootschappen door een managementovereenkomst of een gelijkaardige overeenkomst is verbonden; (ii) elke rechtspersoon die met een vennootschap of met haar dochtervennootschappen door een managementovereenkomst of een gelijkaardige overeenkomst is verbonden op voorwaarde dat de rechtspersoon door één enkele natuurlijke persoon wordt vertegenwoordigd, die er tevens de controlerende vennoot of aandeelhouder van is en (iii) de leden van het bestuursorgaan van een vennootschap of haar dochtervennootschappen, met inbegrip van rechtspersonen van wie de vaste vertegenwoordiger ook de controlerende vennoot of aandeelhouder is.

Bijgevolg is het duidelijk dat de klassieke managementvennootschappen en bestuurders van vennootschappen ook vallen onder het personeelsbegrip en, onder meer, kunnen genieten van de tienjarige looptijd voor inschrijvingsrechten.

11. Echter, de definitie van personeel blijkt in de praktijk toch niet ruim genoeg te zijn. Zo vallen de managementvennootschappen of poolingvehikels (zie par. 2.3. voor verdere informatie) bijvoorbeeld nog steeds buiten het toepassingsgebied van deze nieuwe definitie indien deze entiteiten meerdere aandeelhouders hebben. Dit is, zeker in het kader van managementinvesteringen, een spijtige zaak. Een mogelijke oplossing zou erin kunnen bestaan om het poolingvehikel aan te duiden als (één van de) bestuurder(s) van de vennootschap, waardoor deze entiteit niettemin onder het derde lid van de nieuwe definitie in artikel 1:27 WVV valt.

12. Daarenboven wordt opgemerkt dat het hanteren van een tienjarige looptijd in plaats van een vijfjarige looptijd een invloed zal hebben op de fiscale behandeling van de toe-

kenning van (niet-beursgenoteerde) inschrijvingsrechten onder de zogenaamde “Optiewet” van 26 maart 1999, waar van toepassing¹¹. De Optiewet voorziet namelijk in een forfaitaire waardering van het belastbare voordeel uit de toekenning van inschrijvingsrechten ten belope van een percentage van 18% van de marktwaarde van de onderliggende aandelen op het ogenblik van het aanbod, te vermeerderen met 1% per (gedeelte van een) ingaand jaar dat het inschrijvingsrecht de duurtijd van 5 jaar overschrijdt¹². Onder bepaalde voorwaarden kunnen die percentages worden gehalveerd. Waar het belastbare voordeel uit de toekenning van inschrijvingsrechten met een looptijd van 5 jaar dus aan 18% of 9% van de marktwaarde van de onderliggende aandelen op het ogenblik van het aanbod zal worden gewaardeerd, zal dit percentage 23% of 11,50% bedragen voor inschrijvingsrechten met een looptijd van 10 jaar.

2.1.3. Winstbewijzen

13. Het W.Venn. sloot de uitgifte van winstbewijzen voor de BVBA uitdrukkelijk uit (art. 232 W.Venn.)¹³. Met de afschaffing van het *numerus clausus*-beginsel in de BV kan men zich de vraag stellen of de uitgifte van winstbewijzen nu wel mogelijk zou zijn in de BV. Winstbewijzen kunnen met name een nuttig instrument zijn om aan het management economische rechten te verlenen (desgevallend met preferent dividendrecht) zonder hen tegelijkertijd ook de pro rata stemrechten te moeten geven. Bovendien was een winstbewijs onder het W.Venn. een aantrekkelijkere optie in vergelijking met een aandeel zonder stemrecht omwille van de beperkingen en strenge voorwaarden verbonden aan de uitgifte van aandelen zonder stemrecht (onder meer wat betreft het preferent dividend en liquidatiesaldo)¹⁴. Hoewel de vraag of winstbewijzen kunnen worden uitgegeven in een BV op het eerste gezicht evident lijkt met de afschaffing van het *numerus clausus*-beginsel, is het antwoord toch genuanceerder.

14. Zo bepaalt het WVV voor de NV dat winstbewijzen effecten zijn die geen kapitaal vertegenwoordigen (art. 7:58 WVV)¹⁵. Wegens de afschaffing van het kapitaalbegrip in de BV zal dit *a priori* voor alle effecten die door de BV worden uitgegeven het geval zijn. Bijgevolg verliest het concept winstbewijs hier alle relevantie¹⁶.

¹⁰ M. WYCKAERT, *Kapitaal in NV en BVBA*, Kalmthout, Biblo, 1995, 446-447; E. WYMEERSCH, “Inleiding. Algemene begrippen. Kapitaalvorming” in E. WYMEERSCH en H. BRAECKMANS (eds.), *Het gewijzigde vennootschapsrecht 1991*, Antwerpen, Maklu, 1992, 130; C. DE BACKERE, “Art. 605-606 W.Venn” in X, *Vennootschappen en verenigingen. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Boek VIII, *De naamloze vennootschap*, Titel V, Hfdst. I., Afd. IV. *Het toegestane kapitaal*, afl. 44, 135.

¹¹ Wet van 26 maart 1999 betreffende het Belgisch actieplan voor de werkgelegenheid 1998 en houdende diverse bepalingen (de “Optiewet”).

¹² Art. 43, § 5 en 6 van de Optiewet.

¹³ H. BRAECKMANS en R. HOUBEN, *Handboek vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 471.

¹⁴ Zie art. 240 en 480 van het W.Venn. voor de BVBA respectievelijk de NV.

¹⁵ B. SAMYN en O. STOLLENWERCK, “Het nieuwe vennootschapsrecht (2)”, *T.Not.* 2019, 467.

¹⁶ J. DELVOIE en S. DECLERCQ, “De invoering van meervoudig stemrecht en loyautestemrecht in bestaande vennootschappen”, *TRV-RPS* 2019, 137-138; H. CULOT en O. MARESHAL, “Les titres et leur transfert dans la SRL” in A.-P. ANDRE-DUPONT en T. TILQUIN, *La société à responsabilité limitée*, Brussel, Larcier, 2019, (81) 88.

Dit was ook de intentie van de wetgever. Zo valt er te lezen in de memorie van toelichting dat een onderscheid tussen enerzijds winstbewijzen en anderzijds kapitaal aandelen enkel zin heeft in vennootschappen waar het kapitaal wordt onderscheiden van andere eigenvermogensbestanddelen¹⁷. Verder wordt er bepaald dat door de grote flexibiliteit inzake het uitgeven van effecten in de BV, gekoppeld aan het gegeven dat, bij afwezigheid van een kapitaalvereiste, elke inbreng (met inbegrip van een inbreng in nijverheid) is toegelaten, het de wetgever niet vereist leek om ook in de BV het concept van winstbewijzen te introduceren¹⁸.

15. De verwachting is dat men onder het WVV dus eerder beroep zal doen op een aandeel zonder stemrecht om aan het management economische rechten te geven zonder tegelijkertijd ook de zeggenschap over de vennootschap af te staan. Het is wel belangrijk om op te merken dat de strenge, bestaande beperkingen inzake de uitgifte van aandelen zonder stemrecht werden afgeschaft door het WVV¹⁹. Bovendien snoeit het WVV ook in de gevallen waarin aandelen zonder stemrecht toch stemrecht krijgen²⁰. Dit is nu beperkt tot de situatie waarbij de rechten verbonden aan de soort waartoe de aandelen behoren worden gewijzigd of bij fundamentele structuurwijzigingen van de vennootschap die tot gevolg hebben dat de aandeelhouder *de facto* in een ander type vennootschap terechtkomt (zoals bv. een omzetting of fusie)²¹.

16. Bovenstaande analyse dat de uitgifte van een winstbewijs (zoals we dit effect kennen van de NV) overbodig is geworden, is overigens ook perfect verzoenbaar met het principe dat in de BV alle soort effecten mogen worden uitgegeven die niet uitdrukkelijk verboden zijn door de wet. Immers, indien in de BV een effect wordt uitgegeven dat niet de tegenprestatie zou zijn van een inbreng²², geniet men onder het WVV de vrijheid om een nieuw soort effect te creëren dat men winstbewijs kan noemen. De emittent moet zich wel bewust zijn van het feit dat de kwalificatie als “winstbewijs” geen afbreuk doet aan de verplichte naleving

van de (beperkte) wettelijke bepalingen voor aandelen zonder stemrecht wanneer dergelijke “winstbewijzen” *de facto* aandelen zonder stemrecht zijn²³.

17. Ten gevolge van de uitbreiding van de definitie van fiscaal “gestort” kapitaal naar aanleiding van het nieuwe WVV, kan ook de terugbetaling van werkelijk gestorte inbrengen (in geld of in natura) die worden verricht naar aanleiding van de uitgifte van dergelijke effecten in hoofde van de houders belastingvrij gebeuren²⁴. Dit mits enkele beperkingen en in zoverre geen terugbetaling of vermindering van deze werkelijk gestorte inbrengen heeft plaatsgevonden²⁵.

2.1.4. Inbreng in nijverheid

18. Onder het nieuwe WVV vormt de inbreng van nijverheid in een BV een volwaardige inbreng die met nieuw uitgegeven aandelen kan worden vergoed (art. 5:7 WVV)²⁶. Op het eerste gezicht lijkt de inbreng van nijverheid dan ook enkele interessante mogelijkheden te bieden voor de structurering van managementparticipaties. In het bijzonder zou dit een alternatieve oplossing kunnen bieden voor management dat mee wenst (en mag) investeren, maar dit management het nodige investeringsbedrag niet kan ophoesten in cash. De fiscale behandeling van een inbreng in nijverheid zal echter ongetwijfeld een (negatieve) impact hebben op het succes van dit type van inbreng. Zo heerst er enerzijds onduidelijkheid over de vraag of de inbreng belastbaar is²⁷. Anderzijds wordt een inbreng in nijverheid uitgesloten van het fiscaal kapitaal waardoor de ingebrachte waarde niet belastingvrij kan worden uitgekeerd²⁸.

(i) Belastingheffing bij inbreng

19. In de praktijk werd door sommigen geopperd dat een inbreng in nijverheid aanleiding zou kunnen geven tot een belastbaar inkomen in hoofde van de inbreng verkrijgende

17. *MvT*, 134.

18. *MvT*, 144.

19. P. LAMBRECHT, “Titres de sociétés” in X, *Het ontwerp Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen. Le projet de Code des sociétés et des associations*, Brussel, Larcier, (149) 162. *MvT*, 143.

20. Vgl. art. 5:47 WVV met art. 240 en 241 W.Venn.

21. *MvT*, 143. Het gaat om een omzetting, een fusie of een splitsing of een grensoverschrijdende verplaatsing van de statutaire zetel.

22. Waarbij men voor de definitie van inbreng moet kijken naar het art. 1:8 WVV: “De inbreng is de handeling waarbij een persoon iets ter beschikking stelt van een op te richten of een bestaande vennootschap, met het oogmerk vennoot ervan te worden of zijn aandeel in de vennootschap te vergroten, en derhalve deel te nemen in de winst.” Deze inbreng kan gebeuren in geld, in natura of in nijverheid. De inbreng in geld of in natura kan zowel in eigen- of in genot gebeuren.

23. H. CULOT en O. MARESHAL, “Les titres et leur transfert dans la SRL” in A.-P. ANDRÉ-DUPONT en T. TILQUIN, *La société à responsabilité limitée*, Brussel, Larcier, 2019, (81) 89-90.

24. Net zoals voor de NV geldt voor bedragen waarop wordt ingeschreven door werkelijke gestorte inbrengen in geld of in natura, andere dan inbrengen in nijverheid, ter gelegenheid van de uitgifte van winstbewijzen, op voorwaarde dat ze op een of meer afzonderlijke rekeningen onder het eigen vermogen op het passief van de balans worden en blijven vermeld. Zie art. 184 WIB 1992.

25. Zo geldt bv. een *pro rata*-regel waaronder een deel van de kapitaalvermindering wordt aanzien als een (belastbare) uitkering van bepaalde reserves (art. 18, tweede-zevende lid WIB 1992). Zie ook art. 184 WIB 1992.

26. Zie ook *MvT*, p. 135.

27. Zie hierover *infra*, (i).

28. Zie hierover *infra*, (ii).

vennootschap²⁹. Een vennootschap wordt namelijk in beginsel belast op de toename van haar netto actief voor boekhoudkundige doeleinden, met uitzondering van (fiscale) kapitaalinzettingen en andere correcties voor fiscale doeleinden (denk bv. aan verworpen uitgaven, fiscale aftrekbewerkingen, etc.)³⁰. Een inbreng in nijverheid wordt expliciet uitgesloten van het fiscaal kapitaal³¹. De wetgever verantwoordt deze uitsluiting door te verwijzen naar (i) het risico op overwaarderingen en misbruik en (ii) het feit dat ingebrachte arbeid in de praktijk niet in de balans wordt opgenomen³².

20. Bijgevolg, moet er worden nagegaan of de inbreng voor boekhoudkundige doeleinden aanleiding geeft tot een stijging van het netto actief van de inbreng verkrijgende vennootschap en aldus tot belastbare winst³³. Deze vraag dient volgens ons te worden beoordeeld in het licht van de toepasselijke boekhoudkundige regels³⁴. In dit verband kan worden verwezen naar het ontwerpadvies van de Commissie voor Boekhoudkundige Normen dat stelt dat een dergelijke inbreng over het algemeen (d.w.z. tenzij het bestuursorgaan er anders over beslist) niet dient te worden geboekt op de balans van de verkrijger³⁵. Dit wegens een gebrek aan actiefbestanddeel of kost. In dat geval leidt de inbreng niet tot een toename van het netto actief en, volgens ons, bijgevolg dus ook niet tot belastbare winst³⁶.

Daarnaast is er nog de vraag of de inbrenger (natuurlijke persoon of vennootschap) kan worden belast op de markt-

waarde van de in ruil voor de inbreng ontvangen aandelen³⁷. In bepaalde rechtsleer werd deze vraag alvast positief beantwoord³⁸.

(ii) Belastingheffing bij uitkering

21. De inbreng in nijverheid wordt zoals aangegeven expliciet uitgesloten van het fiscaal kapitaal, zodat de “ingebachte waarde” niet belastingvrij kan worden uitgekeerd aan de inbrenger³⁹. Deze uitsluiting heeft tot gevolg dat uitkeringen aan een houder van aandelen verkregen naar aanleiding van een inbreng in nijverheid belastbaar zullen zijn als dividenden (art. 18, eerste lid, 1° en 2° WIB 1992).

2.2. Overdraagbaarheid van effecten

2.2.1. Statutaire beperkingen

22. Het besloten karakter van de BVBA verzette zich niet alleen tegen de uitgifte van converteerbare obligaties of inschrijvingsrechten. Het belette ook, en voornamelijk, de vrije overdraagbaarheid van aandelen. Onder het W.Venn. was er weinig ruimte om de overdrachtsbepalingen in de BVBA aan te passen aan de concrete wensen van aandeelhouders aangezien de strenge wettelijke overdrachtsbepalingen als een minimum werden aanzien en enkel statutair konden worden verstrengd (art. 249 W.Venn.).

²⁹ L. DE BROE en M. PEETERS, “Fiscaalrechtelijke gevolgen van het nieuwe kapitaalbegrip in het WVV”, *Fiscoloog* 2019, afl. 1609, p. 1. Dit standpunt werd bovendien door bepaalde fiscale raadgevers ingenomen in het kader van voordrachten over de fiscale impact van het nieuwe WVV.

³⁰ Zie Cass. 13 april 1978, *Pas.* 1978, I, p. 899.

³¹ Art. 2, § 1, 6°, a) WIB 1992.

³² *Parl. St.* Kamer 2018-19, Doc. 54-3367/001, p. 31-32; bekritiseerd door M. DHAENE, “Het nieuwe Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen en het Wetboek Inkomstenbelastingen”, *TFR* 2019, afl. 563, p. 545.

³³ Merk op dat het in beginsel dus een zuiver boekhoudrechtelijke vraag betreft. Dit is logisch, aangezien het boekhoudrecht geldt als gemeen recht in fiscale zaken. Dat wil zeggen dat het boekhoudrecht toepassing vindt tenzij het fiscaal recht er uitdrukkelijk van afwijkt (Cass. 20 februari 1997, *AFT* 1997, p. 302).

³⁴ De fiscale wetgeving sluit de belastbaarheid van een inbreng in nijverheid in hoofde van de inbreng verkrijgende vennootschap immers niet uit, al lijkt dit niet de bedoeling te zijn geweest van de wetgever. Van een fiscale correctie op de netto actief benadering is dus in deze geen sprake.

³⁵ Ontwerp CBN-advies 2019/XX – Inbreng in nijverheid bij besloten vennootschappen en coöperatieve vennootschappen, d.d. 4 september 2019. De CBN is evenwel van mening dat de inbreng moet worden opgenomen onder de rechten en verplichtingen buiten de balans. Zie ook S. GOEMINNE, “Hoe boek je de inbreng in nijverheid”, *Acc.Act.*, 2019/16.

³⁶ Zie ook S. VAN CROMBRUGGE, “Belangrijk CBN-ontwerpadvies over inbreng in nijverheid”, *Fiscoloog* 2019, p. 1-3.

³⁷ L. DE BROE en M. PEETERS, “Fiscaalrechtelijke gevolgen van het nieuwe kapitaalbegrip in het WVV”, *Fiscoloog* 2019, afl. 1609, p. 3.

³⁸ S. VAN CROMBRUGGE, *De aanpassing van het vennootschapsbelastingrecht aan het nieuwe vennootschapsrecht*, Roeselare, Roularta, 2019, p. 109-111. Voor een natuurlijke persoon die een inbreng verricht die kadert binnen diens beroepswerkzaamheid zou er sprake zijn van een (belastbaar) beroepsinkomen (art. 23, § 1 WIB 1992). Voor inbrengen buiten de beroepswerkzaamheid van de inbrenger zouden de aandelen belast worden als “diverse inkomsten” (art. 90, eerste lid, 1° WIB 1992). Hoewel er veelal een uitzondering bestaat voor normale verrichtingen van beheer van een privévermogen, geldt deze, volgens VAN CROMBRUGGE, hier niet. Ze heeft immers slechts betrekking op onroerende goederen, portefeuillewaarden en roerende voorwerpen. Onlichamelijke roerende goederen zouden eruiten vallen (met verwijzing naar Cass. 24 oktober 1975, *JDF* 1976, p. 193). Ook in hoofde van een inbrenger-vennootschap, zou de ontvangst van aandelen in principe tot een belastbare winst leiden. In het verleden is men reeds tot eenzelfde conclusie gekomen voor winstbewijzen ontvangen in het kader van een inbreng van dienstverlening. *Ibid.*, p. 110; Antwerpen 7 oktober 2014, *TFR* 2015, p. 570, *Fiscoloog* 2015, afl. 1415, p. 6; volgens het hof kon de Europese rechtspraak inzake (gedeeltelijke) verkrijging om niet hier geen toepassing vinden (waar men tot de conclusie kwam dat enkel de aanschaffingswaarde moest worden erkend; HvJ 3 oktober 2013, nr. C-322/12, *Gimle*) en was er aldus sprake van belastingheffing aan werkelijke waarde. Een verdere analyse van deze kwestie gaat evenwel buiten het bestek van deze bijdrage.

³⁹ Het fiscaal kapitaal is immers gelijk aan “het eigen vermogen van de vennootschap (...) in zoverre het gevormd wordt door inbrengen in geld of in natura, andere dan inbrengen in nijverheid”.

23. Het WVV zorgt niet voor een volledige *tabula rasa*⁴⁰. Het behoudt immers voor de BV in grote mate de bestaande overdrachtsbepalingen van artikel 249 W.Venn., maar met dit verschil dat er volledige vrijheid wordt geboden om statutair af te wijken van deze aanvullende regels (art. 5:63 WVV)⁴¹. Men kan bijgevolg opteren voor een zeer gesloten, maar ook voor een zeer open BV⁴². Het WVV biedt in dat opzicht minstens een tekstueel argument om te stellen dat men in de BV de overdraagbaarheid van effecten (of de beperkingen die hieraan zijn verbonden) veel flexibeler kan regelen dan in de NV. Immers, hoewel licht gewijzigd⁴³, blijven de beperkingen van de artikelen 510 en 512 van het W.Venn. grotendeels behouden voor de NV (zie art. 7:78 en 7:80 WVV)⁴⁴. Bij de BV daarentegen is er volledige statutaire vrijheid⁴⁵, met als enige grens dat men nooit iemand voor eeuwig kan dwingen om aandeelhouder te blijven.

24. Een investeerder kan deze nieuwe regels aangrijpen om de overdrachtsbepalingen in de BV aan te passen aan de concrete situatie. Zo zal het management in zijn hoedanigheid als aandeelhouder gebruikelijk gebonden zijn door de klassieke overdrachtsbeperkingen (zoals een *standstill*-verplichting, *drag/tag along rights* en *good/bad leaver*-bepalingen) maar kan deze statutaire flexibiliteit ook worden aangewend om vrije overdrachten statutair te verankeren (zoals een overdracht in het kader van successieplanning of over-

drachten aan een door de manager exclusief gecontroleerde managementvennootschap).

25. Een overdracht met miskenning van de statutaire overdrachtsbeperkingen kan niet aan de vennootschap, noch aan derden (bv. de andere aandeelhouders) worden tegengeworpen, ongeacht de goede of kwade trouw van de overnemer en zelfs wanneer de statutaire overdrachtsbeperkingen niet in het aandeelhoudersregister zijn opgenomen (art. 5:63, § 2 WVV)⁴⁶. Let wel, de opname van de overdrachtsbeperkingen in de statuten brengt ook de publicatie hiervan in de bijlagen bij het *Belgisch Staatsblad* met zich mee. Vaak kiezen partijen ervoor om dergelijke bepalingen niet publiek kenbaar te maken en derhalve eerder tussen partijen te regelen via de aandeelhouders- of investeringsovereenkomst⁴⁷.

2.2.2. Conventionele beperkingen

26. De overdracht van aandelen kan zoals gemeld conventioneel worden beperkt via de aandeelhouders- of investeringsovereenkomst. Conventionele overdrachtsbeperkingen mogen evenwel de wettelijke of statutaire voorwaarden inzake de overdracht van effecten niet versoepelen (art. 5:67 WVV)⁴⁸. Indien bijgevolg de statuten van de vennootschap zouden bepalen dat de aandelen vrij overdraagbaar zijn, kan de overdraagbaarheid verder conventioneel worden beperkt

40. H. DE WULF, "Uitgifte en overdracht van aandelen bij BV en NV" in X, *Het ontwerp Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen. Le projet de Code des sociétés et des associations*, Brussel, Larcier, (183) 202.

41. D. BRULOOT, H. DE WULF en K. MARESCHEAU, "Hervorming vennootschapsrecht. Overzicht en evaluatie", *NJW* 2018, 421.

42. *MvT*, 150. H. DE WULF, "Uitgifte en overdracht van aandelen bij BV en NV" in X, *Het ontwerp Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen. Le projet de Code des sociétés et des associations*, Brussel, Larcier, (183) 198.

43. H. DE WULF, "Uitgifte en overdracht van aandelen bij BV en NV" in X, *Het ontwerp Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen. Le projet de Code des sociétés et des associations*, Brussel, Larcier, (183) 200; D. BRULOOT, H. DE WULF en K. MARESCHEAU, "Hervorming vennootschapsrecht. Overzicht en evaluatie", *NJW* 2018, 421-422. Er wordt voortaan bepaald dat de geoorlooftheid van de onvervreemdbaarheidsclausules enkel moet worden beoordeeld bij de totstandkoming van de overeenkomst en niet langer "steeds" verantwoordbaar moet zijn op grond van het vennootschapsbelang.

44. Zie voor bestaande rechtsleer omtrent de overdrachtsbeperkingen in de NV: J. PATTYN, *Aandeelhoudersovereenkomsten. Overdrachtsbeperkingen en stemafspraken in een niet-publieke NV*, Gent, Larcier, 2012, 35; D. VAN GERVEN, "Overdrachtsbeperkingen van aandelen" in A. VERBEKE, H. DERYCKE, P. LALEMAN en D. VAN GERVEN (eds.), *Vermogensplanning met effect bij leven: rechtspersoon*, Gent, Larcier, 2009, 50; O. CAPRASSE en R. AYDOGDU, "Contrôle et pactes d'associés" in G.-A. DAL (ed.), *Contrôle, stabilité et structure de l'actionariat*, Brussel, Larcier, 2009, 174-183; P. ALLIET, "De tegenwerpelijheid van statutaire overdrachtsbeperkingen van aandelen die deel uitmaken van een failliete boedel" in X, *Jura Falc.* 2014, 9-17.

45. D. WILLERMAIN, "La société à responsabilité limitée: au-delà de la suppression du capital", *RDC-TBH*, 2018/9, 998.

46. Hiermee bevestigt de wetgever de meerderheidsrechtsleer die stelde dat statutaire overdrachtsbeperkingen aan derden moeten kunnen worden tegengeworpen, ook als zij te goeder trouw zijn. Zie in dat opzicht: H. DE WULF, "Uitgifte en overdracht van aandelen bij BV en NV" in X, *Het ontwerp Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen. Le projet de Code des sociétés et des associations*, Brussel, Larcier, (183) 201; B. TILLEMANN, "Statutaire variaties inzake overdrachtsbeperkingen bij niet-publieke naamloze vennootschappen" in F. BUYSENS, K. GEENS, H. LAGA, B. TILLEMANN en A.-L. VERBEKE (eds.), *Vennootschapsrechtelijke clausules voor het notariaat. Liber Amicorum prof. dr. Luc Weyts*, Gent, Larcier, 2011, (255) 262; N. GOOSSENS en R. HOUBEN, "Anticiperen op overnames in commerciële overeenkomsten. *Capita selecta* van relevante clausule" in J. VANANROYE, *Proactief ondernemingsrecht*, Intersentia, 2013, 114-115; K. GEENS, M. DENEF, F. HELLEMANS, R. TAS en J. VANANROYE, "Vennootschappen. 1992-1998", *TPR* 2000, 416-417. Slechts enkele auteurs waren van mening dat ook de statuten van de vennootschap onderworpen zijn aan het relativiteitsbeginsel ex art. 1165 BW. Zie in dit opzicht: H. LAGA, "Het leerstuk van de derde-medeplichtigheid aan andermans contractbreuk toegepast op de schending van statutaire aanvaardings- en voorkoopclausules", *TRV* 1991, 241 en P. VAN OMMESLAGHE, "Les conventions d'actionnaires en droit belge", *RPS* 1989, 303.

47. E. POTTIER, "Les cessions d'actions ou de parts au sein des sociétés anonymes, des sociétés privées à responsabilité limitée et des sociétés coopératives" in O. CAPRASSE, *Le statut des actionnaires*, Brussel, Larcier, 2006, 31; P. ALLIET, "De tegenwerpelijheid van statutaire overdrachtsbeperkingen van aandelen die deel uitmaken van een failliete boedel" in X, *Jura Falc.* 2014, 6; L. LERUT, "De aandeelhoudersovereenkomst bij notariële akte: why not?", *Not.Fisc.M.* 2010, 298.

48. H. DE WULF, "Uitgifte en overdracht van aandelen bij BV en NV" in X, *Het ontwerp Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen. Le projet de Code des sociétés et des associations*, Brussel, Larcier, (183) 201.

in de aandeelhoudersovereenkomst⁴⁹. Omgekeerd zal dit niet gaan wegens strijdigheid met artikel 5:67, tweede lid WVV.

27. Hoewel geen vernieuwing ten aanzien van de vroegere regels, merken we niettemin op dat conventionele overdrachtsbeperkingen, in tegenstelling tot de statutaire variant, niet-tegenwerpelijk zijn aan derden, maar enkel aan de partijen bij de overeenkomst⁵⁰. Het is bijgevolg aangewezen om steeds de vennootschap in kwestie partij te maken bij de aandeelhouders- of investeringsovereenkomst zodat de overdrachtsbepalingen ook ten aanzien van de vennootschap tegenwerpelijk zijn.

2.2.3. *Verplichte vermeldingen in aandeelhoudersregister*

28. Zonder dat deze bijdrage hier uitvoering bij stilstaat, merken we op dat onder het WVV de verplichte vermeldingen in het aandeelhoudersregister verstrengd zijn. Zo zal het aandeelhoudersregister voortaan onder meer de statutaire overdrachtsbeperkingen alsook, wanneer minstens één van de partijen daarom verzoekt, de overdrachtsbeperkingen die voortvloeien uit overeenkomsten of uit de uitgiftevoorwaarden, moeten vermelden (art. 5:25, 5° WVV)⁵¹. De wetgever heeft hiermee meer transparantie willen creëren en de kans proberen te verhogen dat partijen in het kader van een boekenonderzoek of *due diligence* dergelijke overdrachtsbeperkingen opmerken⁵².

2.3. Poolingvehikels

2.3.1. *Noodzakelijkheid van een poolingvehikel onder het WVV*

29. Alvorens in te gaan op de opportuniteiten die het WVV biedt voor poolingvehikels⁵³, staan we eerst stil bij de vraag of dergelijke vehikels nog wel nuttig zijn onder het WVV. In het verleden was het gebruik van poolingvehikels voor investeringen door het management er in de eerste plaats op

gericht om enerzijds confidentialiteit te waarborgen en anderzijds het management als één groep te behandelen en een (te) groot aantal aandeelhouders op niveau van de onderliggende vennootschap (*in casu* het investeringsvehikel) te vermijden⁵⁴. Anderzijds biedt een poolingvehikel ook de mogelijkheid om de governanceaspecten op een welbepaalde manier te organiseren zodat de controle over dit vehikel (en derhalve ook de onderliggende vennootschap) in handen blijft van de *private equity*-investeerder en dat het management weliswaar economische rechten krijgt toegekend maar geen of beperkte zeggenschap heeft in het beleid⁵⁵.

30. Gelet op de flexibiliteit die het WVV met zich meebrengt inzake de afsplitsing van enerzijds economische rechten voor de houders van aandelen en anderzijds zeggenschaps- of stemrechten, rijst de vraag of een dergelijk poolingvehikel nog wel nut heeft in de toekomst en of de voordelen die het met zich meebrengt niet zijn achterhaald door de nieuwe mogelijkheden die het WVV biedt. Immers, mits toepassing van de nieuwe bepalingen van het WVV zou men voortaan het management kunnen laten genieten van de economische rechten verbonden aan de aandelen (of zelfs extra economische rechten toekennen), zonder dat deze aandeelhouders effectief stemrechten of zeggenschap in het beleid van de vennootschap hebben (zie uitgebreid hoofdstuk 3.).

31. In de praktijk zal dit vermoedelijk niet zo een vaart lopen en wij verwachten niet dat poolingvehikels zoals de Nederlandse stichting administratiekantoor (“StAK”) (zie par. 2.3.2.) op korte termijn plaats zullen moeten maken voor de BV. Immers, een groot voordeel van dergelijke poolingvehikels blijft dat men op deze manier het aantal aandeelhouders op niveau van het investeringsvehikel kan beperken en zo de last inzake formaliteiten voor de onderliggende vennootschap in grote mate kan beperken (bv. in het kader van kapitaalbewegingen waar een aandeelhoudersbeslissing zal nodig zijn). Indien de aandeelhouders gegroepeerd zitten in een poolingvehikel, laat dit immers toe om de algemene vergaderingen van de vennootschap op een ordelijke manier te laten verlopen zonder al te veel formaliteiten aangezien het

⁴⁹. Let wel, deze overdrachtsbeperkingen genieten niet van de bescherming inzake niet-tegenwerpelijkheid van art. 5:63, § 2 WVV (H. DE WULF, “Uitgifte en overdracht van aandelen bij BV en NV” in X, *Het ontwerp Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen. Le projet de Code des sociétés et des associations*, Brussel, Larcier, (183) 201).

⁵⁰. J.-P. BLUMBERG en J. VAN LANCKER, “De overdracht van aandelen op naam en het nieuwe artikel 1690 BW”, *TRV* 1995, 360; J. PATTYN, *Aandeelhoudersovereenkomsten. Overdrachtsbeperkingen en stemafspraken in een niet-publieke NV*, Gent, Larcier, 2012, 114; B. VAN BRUYSTEGEM, “Art. 510 W.Venn.” in H. BRAECKMANS, K. GEENS en E. WYMEERSCH (eds.), *Vennootschappen en verenigingen. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Mechelen, Kluwer, 11; I. PEETERS, “Kunnen beperkingen van de overdraagbaarheid van aandelen van een NV jegens een derde-verkrijger enkel afgedwongen worden op grond van het leerstuk van derde-medeplichtigheid aan andermans contractbreuk?”, *TRV* 1991, 515; P. ALLIET, “De tegenwerpelijkheid van statutaire overdrachtsbeperkingen van aandelen die deel uitmaken van een failliete boedel” in X, *Jura Falc.* 2014, 7.

⁵¹. P. LAMBRECHT, “Titres de sociétés” in X, *Het ontwerp Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen. Le projet de Code des sociétés et des associations*, Brussel, Larcier, (149) 155.

⁵². *MyT*, 138.

⁵³. Met poolingvehikels wordt in deze bijdrage de entiteit bedoeld waarin het herinvesterende (doorgaans tier-2) management wordt samengebracht (“pooled”).

⁵⁴. P.-O. MAHIEU, “Le ‘leveraged buy-out’ et les fonds de ‘private equity’ en Belgique”, *Bank Fin.* 2007, 512.

⁵⁵. A. COIBION, *Les conventions d'actionnaires en pratique*, Brussel, Larcier, 2009, 145.

aantal aandeelhouders beperkt is. Dit zal in het bijzonder nuttig zijn voor investeerders met een *buy-and-build*-strategie waarbij elke investering doorgaans een nieuwe kapitaalverhoging met zich meebrengt en dus een bijzondere aandeelhoudersvergadering op niveau van het investeringsvehikel. Bovendien zal door de soortvorming van aandelen die logischerwijs zal worden opgezet om de rechten van de aandelen op maat uit te werken voor het management ten opzichte van de investeerder, de omslachtige procedure van artikel 5:102 van het WVV van toepassing zijn bij toekomstige uitgiftes, tenzij de uitgifte steeds strikt proportioneel gebeurt⁵⁶. Deze problematiek wordt verder in detail behandeld in hoofdstuk 3., maar het is reeds duidelijk dat de poolingvehikels ook onder het nieuw recht hun nut nog niet hebben verloren omwille van onder meer deze praktische beperkingen.

2.3.2. BV als waardig alternatief voor de Nederlandse StAK

32. De StAK als poolingvehikel is en blijft een vaak voorkomend fenomeen in Belgische *private equity*-transacties omwille van de vele voordelen die deze structuur biedt. Het gebruik van een StAK is een zeer uitgebreide praktijk zowel in Nederland als in België, overigens niet alleen in het kader van *private equity*-transacties maar ook om bijvoorbeeld familiale aandeelhouderstructuren te organiseren. Naast het feit dat een StAK een heel discreet vehikel is aangezien zij de anonimiteit van haar certificaathouders waarborgt, is haar grootste troef dat zij via de uitgifte van certificaten de mogelijkheid biedt om de economische rechten verbonden aan de aandelen los te koppelen van de zeggenschapsrechten. Verder biedt een StAK de mogelijkheid om de voorwaarden waaronder de certificaten worden uitgegeven vrij te bepalen. Via de overdracht van certificaten kan vervolgens de in- en uittrede van het management makkelijk worden gestructureerd zonder dat hiervoor uitgebreide formaliteiten moeten

worden nageleefd en/of vele partijen moeten worden betrokken. Tot slot, maar niet onbelangrijk, wordt een StAK (mits het naleven van bepaalde voorwaarden, zoals bv. de verplichting tot onmiddellijke doorstorting van de inkomsten ontvangen door de StAK) voor Belgische fiscale doeleinden als fiscaal transparant beschouwd. De inkomsten toegekend aan de StAK worden bijgevolg geacht rechtstreeks te zijn toegekend aan de certificaathouders en worden onmiddellijk in hun hoofde belast. In dit kader behouden zij hun aard voor fiscale doeleinden (bv. meerwaarde op aandelen, dividenden, etc.).

33. Ondanks het feit dat de Nederlandse StAK zo ingeburgerd is, kan het voor een Belgische ondernemer toch gekunsteld en onnatuurlijk aanvoelen wanneer deze niet vertrouwd is met een dergelijke structuur. Dit psychologisch element kan in een competitief verkoopproces van belang en soms doorslaggevend zijn voor het management. Bovendien verbindt de StAK vaak ook een onnodig extraterritoriaal element aan de M&A-transactie, waarbij onder andere de tussenkomsst van een Nederlandse notaris vereist is.

34. Omwille van de grote flexibiliteit die de BV kan bieden, valt het minstens te overwegen of de BV een volwaardig alternatief kan vormen voor de Nederlandse StAK als poolingvehikel. Vanuit een vennootschapsrechtelijk perspectief lijkt de BV minstens de bezorgdheden inzake onder meer de opsplitsing van economische rechten versus zeggenschapsrechten in te willigen, en biedt zij ook de nodige flexibiliteit om afhankelijk van de specifieke situatie meer of minder rechten aan management toe te kennen. Echter, voor fiscale doeleinden merken we alvast op dat de BV niet fiscaal transparant is en aldus onderworpen zal zijn aan de Belgische vennootschapsbelasting⁵⁷. In de mate dat een BV investeert in aandelen, zal deze onder bepaalde voorwaarden weliswaar kunnen genieten van het DBI-regime en een meerwaardevrijstelling⁵⁸.

3. CONTROLE EN GOVERNANCE

3.1. Principe van één aandeel één stem

35. Zoals hierboven reeds vermeld zal de *private equity*-investeerder bij het structureren van de investering door het management doorgaans bekommerd zijn om het behoud van de controle en zeggenschap over het investeringsvehikel en indirect dus ook de doelvennootschap.

Het W.Venn. kende echter de stelregel “één aandeel, één stem”, waardoor de toekenning van aandelen in principe de toekenning van stemrechten veronderstelde. Indien in het

kader van *buy-outs* proportioneel meer economische rechten dan stemrechten dienden te worden gegeven aan één of meerdere aandeelhouders, diende dat derwijze te worden gestructureerd op een manier zodat de regel “één aandeel, één stem” niet werd overtreden.

36. In de praktijk werden hier onder meer de volgende technieken voor aangewend:

- het toekennen van aandelen zonder stemrecht, volgens de (strengere) voorwaarden van het W.Venn.⁵⁹;

⁵⁶. J. DELVOIE en S. DECLERCQ, “De invoering van meervoudig stemrecht en loyauteitsstemrecht in bestaande vennootschappen”, *TRV-RPS* 2019, 129.

⁵⁷. Art. 179 *jo.* art. 2, § 1, 5°, a) en b) WIB 1992.

⁵⁸. Art. 192 *jo.* art. 202 en 203 WIB 1992.

⁵⁹. Art. 240 W.Venn. voor de BVBA en art. 480 W.Venn. voor de NV.

- het toekennen van winstbewijzen⁶⁰; of
- het certificeren van de aandelen, waarbij de economische eigendom van de aandelen wordt afgescheiden van de juridische eigendom, met inbegrip van de stemrechten (dit gebeurde voornamelijk via een Nederlandse StAK; zie randnr. 32).

37. Onder het WVV wordt de regel “één aandeel, één stem” doorbroken (art. 5:42 WVV). De regel dat alle aandelen dwingend dezelfde rechten moeten hebben, komt te vervallen omdat voor dergelijke rigiditeit geen goede verantwoording bestond⁶¹. In dat opzicht worden de strenge voorwaarden voor de uitgifte van aandelen zonder stemrecht afgeschaft en worden de gevallen waarin aandelen zonder stemrecht toch stemrecht krijgen, beperkt (zie ook *supra*, randnr. 15). Ook is het mogelijk onder het WVV om aandelen met meervoudig stemrecht uit te geven⁶² of bepaalde aandelen slechts in bepaalde (specifiek omschreven) gevallen stemrecht toe te kennen.

38. Elke categorie van aandelen die andere rechten heeft dan een andere categorie van aandelen, zal voortaan een aparte “soort” (voorheen “klasse”) vormen, wat inhoudt dat de regels van soortvorming zullen moeten worden nageleefd bij het opzetten en wijzigen van de stemrechten verbonden aan de aandelen⁶³. Meer concreet betekent dit dat wanneer in een vennootschap verschillende soorten aandelen zijn gecreëerd, elke uitgifte van aandelen een wijziging van soortrechten uitmaakt tenzij de uitgifte strikt evenredig aan het aantal bestaande aandelen binnen elke soort plaatsvindt⁶⁴. De wettelijke vereisten bij het wijzigen van de rechten verbonden aan verschillende soorten van aandelen kunnen administratief als onwenselijk worden beschouwd. Zo dient het bestuursorgaan een verslag op te stellen dat moet worden nagekeken door de commissaris of bedrijfsrevisor indien er aan het bestuurdersverslag financiële en boekhoudkundige gegevens ten grondslag liggen⁶⁵. Bovendien moeten vervolgens de aanwezigheids- en meerderheidsvereisten worden behaald binnen elke soort, hetgeen een *de facto* blokkeringsmogelijkheid zou kunnen geven voor het management. Verder kan de uitgifte van nieuwe soorten of het wijzigen van bestaande soorten enkel door de algemene vergadering

gebeuren en kan deze bevoegdheid niet worden gedelegeerd aan het bestuursorgaan⁶⁶.

39. Onder het W.Venn. waren de belangrijkste beperkingen bij de uitgifte van aandelen zonder stemrecht dat (i) zulke aandelen maximum één derde van het maatschappelijk kapitaal mochten vertegenwoordigen en (ii) aan de aandelen een preferent recht op dividenden en liquidatiebonus verbonden moest zijn (art. 240 W.Venn.)⁶⁷. Deze beperkingen gelden niet langer onder het WVV⁶⁸. Het is op heden dus perfect mogelijk om aan de *private equity*-investeerder slechts één aandeel toe te kennen en daaraan alle stemrechten te verbinden of om extra economische rechten aan het management toe te kennen zonder dat hierdoor de exclusieve controle van de investeerder in het gedrang komt. Ook kan er voor geopteerd worden om aandelen met meervoudig stemrecht toe te kennen aan de *private equity*-investeerder. De uitgifte van aandelen met meervoudig stemrecht is in de nieuwe BV immers onbeperkt mogelijk, zonder beperking van aantal. Ook de mogelijkheid om aandelen uit te geven waaraan pas in bepaalde specifiek omschreven gevallen stemrecht wordt toegekend, kan interessante mogelijkheden bieden in het kader van managementparticipaties. Zo kan men bijvoorbeeld aan het management stemrechten toekennen wanneer beslissingen worden genomen die zouden raken aan de economische belangen van het management als groep (zoals bv. kapitaalverhogingen of herstructureringen). Deze mechaniek is vergelijkbaar met de vetorechten die we op vandaag vaak zien opduiken in weliswaar beperkte situaties waarbij voornamelijk het behoud van de economische belangen van het management wordt in rekening genomen.

3.2. Stemafspraken

40. Over de uitoefening van stemrechten kunnen bindende afspraken worden gemaakt. Dat was zo onder het W.Venn. en blijft zo onder het WVV. De voorwaarden worden echter wel versoepeld. Het W.Venn. bepaalde dat “*deze overeenkomsten (...) in de tijd beperkt [moeten] zijn en steeds verantwoord (...) op grond van het belang van de vennootschap*”⁶⁹. In het nieuwe WVV luidt het dat “*deze overeenkomsten (...) in de tijd beperkt [moeten] zijn en (...) niet*

⁶⁰. Winstbewijzen konden onder het W.Venn. enkel worden uitgegeven in de NV (zie art. 483 W.Venn. voor de NV en art. 232 W.Venn. voor het verbod om winstbewijzen in de BVBA). Zie hierover *infra*, 3.1.1. (iii).

⁶¹. *MvT*, 143; D. BRULOOT, H. DE WULF en K. MARESCAU, “Hervorming vennootschapsrecht. Overzicht en evaluatie”, *NJW* 2018, 421.

⁶². Art. 5:42 WVV.

⁶³. Immers, het WVV bepaalt duidelijk dat aandelen waaraan een verschillend stemrecht is verbonden steeds een aparte soort vormen (art. 5:48 WVV). Zie verder uitgebreid: D. WILLERMAIN, “La société à responsabilité limitée: au-delà de la suppression du capital”, *TBH* 2018, afl. 9, (984) 993-994, randnr. 14.

⁶⁴. Art. 5:102 WVV; J. DELVOIE en S. DECLERCQ, “De invoering van meervoudig stemrecht en loyautitsstemrecht in bestaande vennootschappen”, *TRV-RPS* 2019, 131.

⁶⁵. Art. 5:102 WVV. Deze verslagen moeten ook ter beschikking worden gesteld aan de aandeelhouders en worden neergelegd bij de griffie in het vennootschapsdossier.

⁶⁶. *MvT*, 248.

⁶⁷. Zie verder ook H. BRAECKMANS en R. HOUBEN, *Handboek vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 472-475.

⁶⁸. In de nieuwe kapitaallose BV kunnen stemrechten en vermogensrechten dus volledig worden losgekoppeld.

⁶⁹. Art. 281 W.Venn.

*strijdig [mogen] zijn met het belang van de vennootschap*⁷⁰. De toetsing van de stemafspraken aan het vennootschapsbelang dient te gebeuren op het moment waarop zij worden gemaakt en niet wanneer zij worden uitgeoefend. Bovendien volstaat het dat de stemafspraken niet strijdig zijn met het belang van de vennootschap, zonder dat zij dit actief moeten nastreven⁷¹.

41. Dat in het kader van *private equity*-transacties, zeker bij managementparticipaties, stemafspraken worden gemaakt over een aantal materiële beslissingen, zal voor de

lezer van deze bijdrage niet als een verrassing komen. Zo zal de aandeelhoudersovereenkomst bijvoorbeeld afspraken bevatten in verband met de beslissing inzake kapitaalverhoging, de opheffing van het voorkeurrecht, de verdeling van winst, de benoeming van bestuurders, etc.⁷². De versoepeling in het WVV zal hier wellicht nog meer creativiteit aan de dag brengen, al verwachten we niet meteen ingrijpende wijzigingen. De voornaamste bekommernis van de wetgever bestond erin om meer rechtszekerheid te bieden met betrekking tot de toetsing van de geldigheid van stemafspraken⁷³, wat de praktijk zeker ten goede komt.

4. DISTRIBUTIEMOGELIJKHEDEN EN VERHOOGDE LIQUIDITEIT

42. In het kader van *private equity*-investeringen is de creatie van liquiditeit een belangrijk gegeven, niet alleen voor de investeerder maar ook voor de investerende managers. Onder het W.Venn. werd de BVBA daarom vaak als minder interessante rechtsvorm beschouwd aangezien deze structuur (te) weinig flexibiliteit bood. Maar de extra mogelijkheden die worden aangereikt door het WVV hebben als gevolg dat het gebruik van de BV voor *private equity*-investeringen en managementparticipaties niet langer als een struikelblok wordt aanzien. In dit onderdeel wordt achtereenvolgens stilgestaan bij de mogelijkheden tot dividenduitkering in de BV (inclusief interimdividenden) alsook de nieuwe procedures inzake uittreding/uitsluiting van aandeelhouders lastens het vennootschapsvermogen en de versoepelde regels voor het verkrijgen van eigen aandelen.

4.1. Dividenduitkeringen in de BV

4.1.1. Voorwaarden om een dividend uit te keren

43. In de BV gelden als gevolg van de afschaffing van het kapitaalbegrip nieuwe regels ter bepaling van de uitkeerbare winsten⁷⁴. Vermits de kapitaalbescherming in de BV is weggevallen, legt het WVV een bijkomende waarborg op in de vorm van de liquiditeitstest. Concreet wordt bepaald dat een beslissing tot uitkering van winsten slechts gevolg kan krijgen indien de vennootschap, volgens de redelijkerwijs te verwachten ontwikkelingen, na de uitkering in staat zal blijven haar schulden te voldoen naarmate deze opeisbaar wor-

den over een periode van ten minste 12 maanden te rekenen van de datum van de uitkering (art. 5:143 WVV)⁷⁵.

44. De 12 maanden-termijn is een minimumtermijn. Indien het bestuursorgaan kennis heeft van liquiditeitsbedreigende gebeurtenissen die zich verder in de toekomst zullen voordoen (bv. een belangrijke vordering die over anderhalf jaar opeisbaar wordt), dient zij daar ook rekening mee te houden. De rechter kan slechts marginaal toetsen en zal in overweging moeten nemen dat hoe verder een feit in de toekomst ligt, hoe lager de zekerheid waarmee de impact van dat feit kan worden ingeschat⁷⁶. Het besluit van het bestuursorgaan wordt verantwoord in een verslag. Indien een commissaris is benoemd door de vennootschap, zal deze de historische en prospectieve boekhoudkundige en financiële gegevens van dergelijk verslag moeten beoordelen in een afzonderlijk verslag (art. 5:143 WVV)⁷⁷. De verslagen van het bestuursorgaan en de commissaris dienen niet te worden gepubliceerd.

45. De liquiditeitstest is er voornamelijk op gericht om de tekortkomingen van de netto-actiefest op te vangen aangezien deze laatste noch de toekomstige ontwikkelingen binnen de vennootschap noch de impact van de uitkering in kwestie op de liquiditeitspositie van de vennootschap, in rekenschap neemt. De liquiditeitstest is overigens niet expliciet voorgeschreven voor de NV, maar daar stelt zich de vraag in welke mate het bestuursorgaan van de NV gehouden is door dergelijke toetsing (zie hierover randnr. 50).

⁷⁰. Art. 5:46 WVV.

⁷¹. *MvT*, 145.

⁷². C. MICHIELS, "Private equity. Vennootschapsrechtelijke aandachtspunten" in R. HOUBEN en S. RUTTEN, *Actuele problemen van financieel, vennootschaps- en fiscaal recht*, Antwerpen, Intersentia, 2007, (273) 310.

⁷³. *MvT*, 143.

⁷⁴. Zie ook E.-J. NAVEZ, A. NAVEZ, "Chapitre 4. La société à responsabilité limitée" in *Le Code des sociétés et des associations*, Bruxelles, Larcier, 2019, 122; D. VAN GERVEN, "Een nieuw Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen", *BN*, 2019/2-3, 51.

⁷⁵. D. BRULOOT en H. CULOT, "De kapitaallose BV – La SRL sans capital" in X, *Het ontwerp Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen. Le projet de Code des sociétés et des associations*, Brussel, Larcier, (93) 109.

⁷⁶. *MvT*, 180-181.

⁷⁷. Zie ook D. BRULOOT en H. CULOT, "De kapitaallose BV – La SRL sans capital" in X, *Het ontwerp Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen. Le projet de Code des sociétés et des associations*, Brussel, Larcier, (93) 110.

46. De liquiditeitstest zoals voorgeschreven door het WVV bepaalt niet hoeveel winst exact kan worden uitgekeerd, maar is eerder een norm waaraan het bedrag dat het bestuursorgaan voornemens is uit te keren, dient te worden getoetst⁷⁸. In de praktijk zal de vennootschap dus een aantal stappen moeten doorlopen op verschillende niveaus. Eerst zal de algemene vergadering moeten bepalen hoeveel winst kan worden uitgekeerd volgens de netto-actiefest, en dit op basis van de laatste goedgekeurde jaarrekening of van een recentere (interim)staat van activa en passiva. Indien uit de netto-actiefest blijkt dat een uitkering mogelijk is en nadat is bepaald hoeveel de vennootschap concreet wenst uit te keren, moet het bestuursorgaan vervolgens nagaan of dat bedrag ook effectief kan worden uitgekeerd volgens de liquiditeitstest⁷⁹.

47. De wet biedt geen concrete aanwijzingen over hoe de liquiditeitstest moet worden ingevuld en ook de parlementaire voorbereidingen brengen niet veel extra toelichting. Haar toepassing zal moeten worden getoetst aan het criterium van de normaal zorgvuldige bestuurder. In heel wat vennootschappen die zich in een gezonde financiële positie bevinden, kan naar onze mening de liquiditeitstest eerder beperkt blijven. Er kan in dit geval wellicht worden volstaan met een controle van de balans, bijvoorbeeld aan de hand van financiële ratio's zoals de *quick ratio* (*acid test ratio*)⁸⁰, gevolgd door een projectie van de historische vermogensstromen voor de komende 12 tot 24 maanden, zoals de parlementaire voorbereiding suggereert, in zoverre het bestuursorgaan geen kennis heeft van toekomstige factoren die een dergelijke projectie van historische vermogensstromen in de weg staan (zoals bv. het wegvallen of wijzigen van materiële contracten of aanzienlijke operationele investeringen die gepland staan in de nabije toekomst)^{81,82}. Indien de financiële gezondheid van de vennootschap echter minder vanzelfsprekend is (bv. indien reeds een hoge schuldgraad) of wanneer de vennootschap zich in een volatiele markt bevindt of rekening moet houden met aanzienlijke toekomstige uitgaven, zal het criterium van de normaal zorgvuldige

bestuurder een grotere inspanning vergen en kan worden verwacht dat het bestuur een uitgebreide financiële analyse maakt die voldoende robuust en onderbouwd is en meer gedetailleerde vermogensstroomtabellen opstelt⁸³. De mate van detail die vereist is in het kader van de liquiditeitstest zal dus in grote mate afhangen van de algemene financiële situatie van de vennootschap.

48. Een zekere parallel kan getrokken worden met de *working capital statements* onder de prospectusregelgeving, waar een verklaring door de uitgevende instelling is vereist waarin wordt gesteld dat het werkkapitaal naar haar oordeel toereikend is om aan haar huidige behoeften te voldoen of, indien dit niet het geval is, hoe zij in het benodigde extra werkkapitaal denkt te voorzien⁸⁴. Ook hier wordt vertrokken van prospectieve financiële informatie in de vorm van kasstroom-, winst en verlies- en balansinformatie⁸⁵.

49. Een uitkering in strijd met de liquiditeitstest is een grond voor hoofdelijke bestuurdersaansprakelijkheid ten overstaan van de vennootschap en derden voor alle daaruit voortvloeiende schade (art. 5:144 WVV). Bovendien kan de uitkering worden teruggevorderd van de begunstigde aandeelhouders. Waar dit onder het W.Venn. enkel kon in het geval van kwade trouw van de aandeelhouder, bepaalt het WVV dat een dergelijke terugvordering ook kan indien de aandeelhouder te goeder trouw was (vgl. art. 320, § 2 W.Venn. met art. 5:144, tweede lid WVV). Deze vordering verjaart door verloop van 5 jaar, te rekenen van de uitkering⁸⁶.

50. De vraag rijst in hoeverre deze nieuwe liquiditeitstest de uitkeerbare ruimte in de BV ook daadwerkelijk beperkt. Het valt op te merken dat de liquiditeitstest één van de weinige vlakken is waarop de regels voor de BV restrictiever zijn dan die voor de NV. De liquiditeitstest werd namelijk ingevoerd als compenserende maatregel ter bescherming van schuldeisers gelet op de afschaffing van het kapitaal in de BV⁸⁷.

⁷⁸ H. CULOT, "La suppression du capital dans la société à responsabilité limitée" in *Het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen: (r)evolutie? – Le Code des sociétés et des associations : (r)évolution?*, Gent, Larcier, 2019, 86-87.

⁷⁹ Zie in die zin ook: D. BRULOOT, *Vennootschapskapitaal en schuldeisers*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 690, randnr. 1019-1020.

⁸⁰ Quick Ratio = (vlottende activa + liquide middelen – voorraden) / schulden op korte termijn.

⁸¹ *MvT*, 181; H. BOSCHMA, M.L. LENNARTS en H. SCHUTTE-VEENSTRA, "Het nieuwe Belgische vennootschapsrecht door de ogen van de Noorderburen", *TRV-RPS* 2019, nr. 4, (359) 370.

⁸² Dit is ook de manier waarop in Nederland de gelijkaardige liquiditeitstest wordt toegepast. In de Nederlandse rechtspraak wordt algemeen aanvaard dat wanneer de voorbije boekjaren winstgevend waren, de continuïteit van de vennootschap niet in verder detail moet worden geanalyseerd en er doğaans kan worden volstaan met een toepassing van de *quick ratio* en een projectie van de kasstromen om de uitkeringsruimte te bepalen (M.L. LENNARTS, "Het nieuwe artikel 2:216 BW: de goedkeuringsbevoegdheid van het bestuur en het daaraan verbonden aansprakelijkheidsrisico", *Tijdschrift voor vennootschaps- en rechtspersonenrecht*, 2012-6, 183-184).

⁸³ *MvT*, 181.

⁸⁴ Bijlage 11, Rubriek 3.1, Gedelegeerde verordening (EU) nr. 2019/980 van de Commissie van 14 maart 2019 tot aanvulling van verordening (EU) nr. 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de vorm, de inhoud, de controle en de goedkeuring van het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten, en tot intrekking van verordening (EG) nr. 809/2004 van de Commissie (*Pb.* 21 juni 2019, L. 166/26).

⁸⁵ ESMA update of the CESR recommendations, 23 maart 2011, www.esma.europa.eu, 27.

⁸⁶ Art. 2:143, derde streepje WVV; V. COLAERT, "Commentaar bij art. 619 W.Venn.", in X, *Vennootschappen en verenigingen. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Antwerpen, Kluwer, 2006.

⁸⁷ *MvT*, 182.

Anderzijds was het onder het W.Venn. reeds zo dat alhoewel dit niet uitdrukkelijk in de wet was voorzien, een normaal zorgvuldige bestuurder, zowel in de NV als de BVBA, niet tot een uitkering kon overgaan indien die uitkering ertoe zou leiden dat de vennootschap haar schulden niet meer kan voldoen. Dat is inderdaad een essentieel beginsel van goed vennootschapsbestuur⁸⁸. Wij verwachten dat dit beginsel zich voor de NV mee zal ontwikkelen in de richting van de parallelle toepassing van de liquiditeitstest – hoewel niet expliciet voorzien – als maatstaf voor uitkeringen (maar weliswaar zonder de extra formaliteiten hiervoor te moeten respecteren zoals het verslag van het bestuursorgaan). Het komt ons dus voor dat de “extra” voorwaarde van de liquiditeitstest geen sterk argument is om niet voor een BV te kiezen als preferente rechtsvorm voor het investeringsvehikel.

4.1.2. Introductie (en vereenvoudiging) van interimdividenden

51. Om een aantrekkelijk *management incentive plan* te kunnen opzetten, dient er een soepel kader te bestaan voor het opstromen van winsten. De BV brengt hier een interessante versoepeling aan in de regelgeving rond interimdividenden⁸⁹.

52. Onder het W.Venn. waren interimdividenden niet mogelijk in de BVBA⁹⁰. De aandeelhouders konden naast het gewone jaarlijkse dividend wel beslissen om een tussentijds dividend uit te keren, maar er was geen manier om in de BVBA een dividend op basis van de winsten van het lopende boekjaar uit te keren⁹¹. Onder het WVV is de uitkering van interimdividenden voortaan wel expliciet toegelaten in de BV⁹². Bovendien worden de regels versoepeld (zowel voor de BV als voor de NV).

Onder de oude regelgeving golden de volgende beperkingen voor de uitkering van interimdividenden⁹³:

- (i) tot uitkering van een interimdividend kon slechts worden besloten na de goedkeuring van de jaarrekening van het vorige boekjaar;
- (ii) tot uitkering van een interimdividend kon slechts ten vroegste worden besloten 6 maanden na de afsluiting

van het vorige boekjaar (in een vennootschap waarvan het boekjaar werd afgesloten op 31 december, kon dus ten vroegste op 1 juli van het volgende jaar een interimdividend worden uitgekeerd);

- (iii) er gold een wachtperiode van minstens 3 maanden tussen twee opeenvolgende uitkeringen van interimdividenden (wat betekent dat maximum twee interimdividenden konden worden toegekend tijdens hetzelfde boekjaar); en
- (iv) een interimdividend kon enkel worden uitgekeerd wanneer de jaarrekening van het huidige boekjaar nog niet was goedgekeurd⁹⁴.

53. Onder het WVV gelden de regels (i)-(iii) niet langer. Een interimdividend kan dus vanaf de start van het boekjaar worden uitgekeerd. Er geldt ook geen wachtperiode meer tussen verschillende opeenvolgende uitkeringen van interimdividenden, waardoor *de facto* een onbeperkt aantal interimdividenden in één boekjaar kunnen worden uitgekeerd (mits er natuurlijk voldoende uitkeerbare middelen zijn).

De uitkering gebeurt op basis van een tussentijdse staat van activa en passiva die, indien er een commissaris is benoemd door de vennootschap, wordt gecontroleerd door de commissaris in een beoordelingsverslag (art. 5:142, tweede lid WVV).

4.2. Uittreding en uitsluiting

54. Het WVV voert voor de BV een nieuw regime in van uittreding en uitsluiting lastens het vennootschapsvermogen (art. 5:154 *et seq.* WVV), zoals onder het W.Venn. reeds bestond voor de coöperatieve vennootschap⁹⁵. De regels van uittreding houden in dat, volgens de modaliteiten bepaald in de statuten, de aandeelhouders het recht krijgen hun aandelen van de hand te doen voor een bedrag dat hen zal worden betaald door de vennootschap (m.n. een put optie voor de aandeelhouders ten aanzien van de vennootschap). Bij de uitsluitingsprocedure is het de vennootschap in kwestie die kan eisen dat de aandeelhouder zijn aandelen aanbiedt en dit zonder dat tussenkomst van een rechter nodig is (m.n. een

⁸⁸. D. BRULOOT, *Vennootschapskapitaal en schuldeisers*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 728, randnr. 1072.

⁸⁹. *Pro memorie*: een interimdividend is een uitkering door het bestuur van winsten uit een lopend boekjaar, i.e. een boekjaar dat nog niet is afgesloten en waarvoor nog geen goedgekeurde jaarrekening bestaat (R. HOUBEN en H. BRAECKMANS, *Handboek vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2011, 606). Een tussentijds dividend is een uitkering uit de winst van het vorig boekjaar, maar die wordt besloten op een algemene vergadering andere dan de jaarvergadering (R. TAS, “Een dividend voor elk seizoen. Over de mogelijkheid van tussentijdse dividenduitkeringen”, *TRV* 2003, 496).

⁹⁰. R. TAS, *Winstuitkering, kapitaalvermindering en -verlies in NV en BVBA*, Kalmthout, Biblo, 2003, 78; R. HOUBEN en H. BRAECKMANS, *Handboek vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2011, 606.

⁹¹. M. WAUTERS en S. BOGAERTS, “Chapitre II. Dividendes, intercalaires et acomptes sur dividendes” in *Tien jaar na het Wetboek van Vennootschappen: waar staan we? – Dix ans après le Code des sociétés: où en sommes-nous arrivés?*, Gent, Larcier, 2010, 70-71.

⁹². Art. 5:141, tweede lid WVV.

⁹³. Art. 618 W.Venn.; K. SELLESLAGS, “Art. 618 W.Venn.” in X, *Vennootschappen en verenigingen. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer, Boek VIII, Titel V, Hoofdstuk I, Afdeling I, Gemeenschappelijke bepalingen*, Mechelen, Kluwer, 2008.

⁹⁴. A. COIBION, “IV. La répartition des profits” in *Les conventions d'actionnaires en pratique*, Bruxelles, Larcier, 2010, 116.

⁹⁵. De rechtsvorm van de coöperatieve vennootschap wordt onder het WVV strikt voorbehouden voor vennootschappen die de coöperatieve gedachte eerbiedigen. De rechtsvorm staat dan ook niet langer open voor professionele vennootschappen. Daarom heeft de wetgever het regime van uittreding en uitsluiting lastens het vennootschapsvermogen ook mogelijk gemaakt in de BV, die dus nu ook als “duiventilvennootschap” kan dienen (*MvT*, 188).

call optie voor de vennootschap ten aanzien van de aandeelhouders).

55. De bepalingen in het WVV zijn in grote mate van aanvullend recht en laten dus veel vrijheid toe in het bepalen van onder meer de gronden tot uitsluiting of uittreding alsook de omringende modaliteiten (met inbegrip van de vraag of een scheidingsaandeel wordt uitbetaald en, in voorkomend geval, hoe dit wordt berekend, welke de tijdsperiodes zijn voor de uitoefening van de put/call opties, enz.)⁹⁶.

56. Het regime van uittreding en uitsluiting lastens het vennootschapsvermogen kan worden gebruikt om *good leaver*- en *bad leaver*-clausules voor management-aandeelhouders vorm te geven, zonder dat hier gebruik moet gemaakt worden van contractuele put en call opties ten aanzien van de *private equity*-investeerder of van een inkoop van eigen aandelen. In het geval zich een *good leaver-event* voordoet, zou de manager (of diens erfgenamen) zich kunnen beroepen op een statutair recht van uittreding. Bij een *bad leaver-event* zou de investeerder zich kunnen beroepen op een statutair recht van uitsluiting.

57. Een voordeel van dit regime boven een inkoop van eigen aandelen (waarmee opstapclausules in investeringsovereenkomsten in het verleden vaak gestructureerd werden) is dat tot een inkoop van eigen aandelen enkel kan besloten worden indien het bedrag dat voor de aandelen betaald wordt, beschikbaar is voor uitkering⁹⁷. Met andere woorden, indien er onvoldoende uitkeerbare middelen aanwezig zijn (zie *supra*, par. 4.1.1.), kunnen de aandelen niet worden ingekocht en zal de *good* of *bad leaver* niet kunnen uittreden respectievelijk worden uitgesloten. Bij een uittreding of uitsluiting lastens het vennootschapsvermogen ligt dat anders. Het scheidingsaandeel zal ook hier uitkeerbaar moeten zijn, maar de onuitkeerbaarheid verhindert de uittreding of de uitsluiting niet. Het gevolg zal louter zijn dat het scheidingsaandeel nog niet kan worden betaald en dat de uitgetreden of uitgesloten aandeelhouder bij voorrang zal worden betaald zodra uitkeringen opnieuw mogelijk zijn⁹⁸. In geval van uittreding, zou men hier eventueel ook een interestcomponent aan kunnen koppelen wanneer de uittreder zijn of haar scheidingsaandeel niet onmiddellijk krijgt. Naast het feit dat er voldoende uitkeerbare middelen moeten aanwezig zijn, was een groot nadeel van de procedure van inkoop van eigen aandelen dat het initiatief hier steeds dient uit te gaan van de vennootschap zelf, en niet van de aandeel-

houder in kwestie. Zeker bij een *good leaver*-situatie waar de aandeelhouder wenst uit te treden, kan de mogelijkheid om zelf een verkoop uit te lokken door middel van de put optie ten aanzien van de vennootschap, zeker nieuwe mogelijkheden bieden. Een andere reden waarom een uitkoop van aandeelhouders vroeger niet kon worden georganiseerd, was omwille van het plafond inzake inkoop van eigen aandelen dat was vastgelegd op 20%. Echter, dit plafond werd afgeschaft onder het nieuwe WVV waardoor deze praktische belemmering voortaan niet meer speelt. De overschrijding van de 20%-grens zal evenwel nog steeds fiscale gevolgen hebben (zie *infra*, randnr. 64).

58. Voor fiscale doeleinden wordt het bedrag ontvangen bij uittreding/uitsluiting belast als een uitgekeerd dividend, in zoverre dit het aandeel in het fiscaal kapitaal dat door de uitredende aandeelhouder wordt vertegenwoordigd overstijgt (art. 187 *jo.* 18, eerste lid, 2^{ter} WIB 1992). Behoudens vermindering of vrijstelling, zal er in beginsel dan ook roerende voorheffing verschuldigd zijn aan een tarief van (op heden) 30%⁹⁹.

Voor een verkrijger-natuurlijke persoon die Belgisch fiscaal inwoner is, is de roerende voorheffing bevrijdend zodat de inhouding in principe diens definitieve belasting zal uitmaken.

Een verkrijger-Belgische vennootschap die geen vrijstelling geniet, kan onder bepaalde voorwaarden de roerende voorheffing verrekenen met de verschuldigde vennootschapsbelasting en, desgevallend, de terugbetaling hiervan krijgen (art. 279 WIB 1992). De dividenduitkering wordt *a priori* opgenomen in de belastbare winst, maar kan mits de wettelijke voorwaarden zijn voldaan, genieten van de DBI-aftrek (art. 202, § 1, 2^o WIB 1992).

4.3. Verrijking van eigen aandelen

59. De nieuwe voorwaarden voor de inkoop van eigen aandelen worden voor de BV vastgelegd in artikel 5:145 WVV *et seq.* De inkoop van eigen aandelen wordt in het kader van managementparticipaties voornamelijk toegepast om de (al dan niet verplichte) overdracht van aandelen als gevolg van *leaver*-situaties te organiseren. In de praktijk werd men niet zelden geconfronteerd met ongewenste beperkingen in dit verband, niet alleen omdat de vennootschap in kwestie over onvoldoende uitkeerbare middelen zou beschikken om een

⁹⁶ R. HOUBEN, "Uitsluiting en uittreding" in *Het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen: (r)evolutie?*, Gent, Larcier, 2019, 358.

⁹⁷ Art. 5:145 WVV.

⁹⁸ Art. 5:154, § 1, derde lid WVV.

⁹⁹ Art. 261, eerste lid, 1^o-2^o en 269, § 1, 1^o WIB 1992. Bovendien zal het leiden tot belastingheffing bij de uitkerende vennootschap indien (i) de gedeeltelijke verdeling gebeurt door opname van vrijgestelde reserves of (ii) een uitkering in natura de realisatie van latente meerwaarden met zich meebrengt. Noteer voor alle duidelijkheid dat deze roerende voorheffing bovenop een eventuele belasting als beroepsinkomen bij de toekenning van de aandelen komt, indien deze aandelen door de aandeelhouder in een beroepscontext gratis werden verworven of in de mate dat deze werden verworven tegen een prijs die onder de marktwaarde van de aandelen lag op het ogenblik van toekenning. Hoewel er rechtspraak bestaat die deze belastingheffing uitsluit voor verkrijgers-vennootschappen, zou deze niet van toepassing zijn wanneer de verkrijging een tegenprestatie is voor geleverde diensten binnen de beroepswerkzaamheid (zie vn. 39).

inkoop te doen maar bijvoorbeeld ook omdat het maximum aantal in te kopen aandelen voor de vennootschap reeds was bereikt. Dit kon worden verholpen door de ingekochte aandelen te vernietigen om zo een verder inkoop mogelijk te maken, maar dit was veelal niet de gewenste optie aangezien de investeerder deze aandelen liever wenste te behouden om aan te bieden aan nieuwe managers.

60. Deze nieuwe voorwaarden voor inkoop eigen aandelen voor de BV zijn, kort samengevat, de volgende:

- de verkrijging werd voorafgaandelijk toegelaten door de algemene vergadering met een meerderheid van 75% en een aanwezigheidsquorum van 50%;
- het bedrag uitgetrokken voor de verkrijging is beschikbaar voor uitkering overeenkomstig artikelen 5:142 en 5:143 WVV (zie *supra*, par. 4.1.1.);
- de inkoop heeft enkel betrekking op volledig volgestorte aandelen;
- het aanbod tot inkoop moet tot alle aandeelhouders van dezelfde soort worden gericht onder dezelfde voorwaarden.

61. Het valt meteen op dat de oude regel dat de inkoop maximaal mocht slaan op aandelen die 20% van het maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigden (art. 322 W.Venn.), niet meer geldt. Bijgevolg kunnen onder het nieuw recht voor meer dan 20% eigen aandelen worden ingekocht.

62. Fiscaal wordt een inkoop van eigen aandelen belast als dividenduitkering ten belope van de zogenaamde inkoopbonus, t.w. het verschil tussen enerzijds de inkoopprijs ontvangen voor de aandelen en anderzijds het aandeel in het fiscaal kapitaal dat zij vertegenwoordigen (art. 186, eerste lid WIB 1992).

Gelet op de kwalificatie als dividend is de inkoopbonus belastbaar in hoofde van de ontvangende aandeelhouder. Indien de inkoop geschiedt overeenkomstig de bepalingen van het vennootschapsrecht, geldt de kwalificatie als dividend voor fiscale doeleinden echter slechts op het ogenblik en in de mate dat een gedeelte van het vermogen kan worden geacht te zijn verdwenen¹⁰⁰. Dit zal het geval zijn bij een waardevermindering, de vervreemding van de ingekochte aandelen (met verlies), de vernietiging of uiterlijk de ontbinding van de vennootschap.

63. De inkoopbonus is principieel ook onderworpen aan de roerende voorheffing, tegen een tarief van (op heden) 30%, behoudens vermindering of vrijstelling (art. 186 *jo.* art. 269, eerste lid en art. 18, eerste lid, 2^oter WIB 1992) (zie *supra*, randnr. 58). De roerende voorheffing dient krachtens het WIB 1992 te worden ingehouden door de uitkerende vennootschap op het ogenblik van toekenning of betaalbaarstelling van het dividend (art. 267 WIB 1992). Indien voormeld vermogensverlies echter pas optreedt in een later belastbaar tijdperk dan dat van de inkoop, zal er in dat later belastbare tijdperk geen toekenning of betaalbaarstelling van een dividend plaatsvinden, zodat de inkoopende vennootschap op dat ogenblik bezwaarlijk de roerende voorheffing kan toepassen¹⁰¹.

64. Hoewel de toepassing van de belastbaarheid bij inkoop dus in principe voor onbepaalde tijd kan worden uitgesteld, leidde een overschrijding van de 20%-grens vroeger automatisch tot onmiddellijke belastbaarheid¹⁰². Inderdaad, dit betekende dat de vennootschapsrechtelijke voorwaarden niet werden nageleefd en dat de effecten die deze grens overschreden van rechtswege nietig waren¹⁰³. Door de afschaffing van de 20%-grens in het WVV zou deze automatische belastbaarheid wegvallen en aldus voor onbepaalde tijd kunnen worden uitgesteld. Dergelijke bijkomende fiscale mogelijkheden strookten echter niet met de bedoeling van de wetgever die de hervorming van het vennootschapsrecht fiscaal neutraal wenste te houden¹⁰⁴.

De fiscale wetgever voerde dan ook een “eigen” 20%-grens in waarbij de ingekochte aandelen die deze grens overschrijden, automatisch worden geacht te zijn vernietigd en zodoende onmiddellijk belastbaar zijn (art. 186, zesde lid WIB 1992). De afschaffing van de 20%-grens in het WVV leidt, met andere woorden, niet tot bijkomende voordelen op fiscaal vlak. Evenwel blijft de mogelijkheid om de belastingheffing, mits naleving van de 20%-grens, uit te stellen een belangrijke troef.

65. Meldenswaardig is ook nog dat, bij gelijktijdige verkrijging van aandelen van verschillende overdragers of tegen een verschillende aanschaffingswaarde – met overschrijding van de fiscale 20%-grens – de vennootschap mag aanduiden welke aandelen juist worden geacht te zijn vernietigd¹⁰⁵. Dit is zeer gunstig indien sommige aandeelhouders van een vrijstelling van de roerende voorheffing en/of de

¹⁰⁰ *Parl. St.* Senaat 1989-90, nr. 806/1, p. 64.

¹⁰¹ Zie in deze zin S. VAN CROMBRUGGE, *De aanpassing van het vennootschapsbelastingrecht aan het nieuwe vennootschapsrecht*, Roeselare, Roularta, 2019, p. 171, randnr. 219; C. CHERUY, *Le régime fiscal des sociétés holdings en Belgique*, Brussel, Larcier, 2008, p. 564-565, randnrs. 958 en 959; Rb. Leuven, 26 januari 2007, *TRV* 2013, 198-204, besproken in P. SMET, “Inkoop zonder onmiddellijke vernietiging: geen inhouding RV?”, *Fiscoloog* 2007, afl. 1096, 7; *contra Gedr. St.* Kamer 2002-03, 6 december 2002, CRIV 50, nr. 288, 32.

¹⁰² Uiteraard blijft het in dit kader mogelijk voor vennootschappen-aandeelhouders om het DBI-regime toe te passen, indien de wettelijke voorwaarden hiertoe zijn vervuld.

¹⁰³ Art. 323, eerste lid en 625, § 1, eerste lid W.Venn.

¹⁰⁴ *Parl. St.* Kamer 2018-19, Doc. 54-3367/001, p. 18.

¹⁰⁵ Bij gebrek aan dergelijke aanduiding, worden de nieuw verworven aandelen proportioneel geacht te zijn vernietigd. Zie art. 186, zesde lid WIB 1992.

DBI-aftrek kunnen genieten met betrekking tot de inkoopbonus maar andere niet¹⁰⁶.

4.4. Leeuwenbeding

66. Artikel 32 W.Venn. omvatte een uitdrukkelijk verbod voor “*de overeenkomst die aan een van de vennoten de gehele winst toekent [of] een of meer van de vennoten [vrijstelt] van elke bijdrage in het verlies*”. Deze regel werd gewijzigd in het WVV. Meer concreet verbiedt artikel 5:14 WVV enkel “*bepalingen die aan één van de aandeelhouders de gehele winst toekennen, of aan één of meer aandeelhouders enige deelname in de winst ontzeggen*”.

67. De nieuwe regel verbiedt dus niet langer bedingen die een aandeelhouder vrijstellen van enige bijdrage in het verlies. Deze wijziging is interessant, omdat het verbod op verliesvrijstelling in het verleden vaak aanleiding gaf tot discussies over de geldigheid van put opties die een aandeelhouder het recht gaven om zijn/haar aandelen te verkopen voor een prijs die minstens gelijk is aan de door die aandeelhouder gedane inbreng (gebeurlijk nog verhoogd met een vastgesteld rendement). Volgens sommigen was dergelijke put

optie een verboden leeuwenbeding, aangezien ze de begunstigen in feite vrijstellen van verliesdeelname¹⁰⁷. Sinds het cassatiearrest van 2008 werd algemeen aanvaard dat dergelijke put opties geldig zijn indien en voor zover ze konden worden ingepast in het vennootschapsbelang¹⁰⁸.

68. Put opties zijn een gebruikelijke manier om *good leaver*-opstapbepalingen vorm te geven (zie ook *supra*, randnr. 56). De afschaffing van het verbod op verliesvrijstelling heeft tot gevolg dat de geldigheid van dergelijke put opties niet langer zal worden betwist.

69. Echter, indien er in het kader van een put optie sprake zou zijn van een terugkoop aan een bedrag (bv. de inbrengwaarde) dat hoger is dan de marktwaarde van de onderliggende aandelen op dat moment, riskeert dit wel aanleiding te geven tot belastbaarheid als beroepsinkomen in hoofde van een aandeelhouder-natuurlijke persoon¹⁰⁹. Bij de uitoefening van een put optie ten aanzien van een aandeelhouder-vennootschap dient dan weer te worden nagegaan of er sprake zou kunnen zijn van de toekenning van een abnormaal of goedgunstig voordeel voor Belgische fiscale doeleinden¹¹⁰.

5. CONCLUSIE

70. Het WVV biedt met de invoering van de BV nieuwe opportuniteiten voor het structureren van managementparticipaties. De grote flexibiliteit inzake de uitgifte van aandelen en inbreng, het schrappen van onnodig restrictieve bepalingen (zoals bv. de beperkingen m.b.t. aandelen zonder stemrecht) en het definiëren van bepaalde concepten (in het bijzonder het begrip “personeel”) dragen hier in het bijzonder aan bij. Ook de extra liquiditeitsmogelijkheden, zoals de uitkering van interimdividenden in de BV en de afschaffing van het plafond inzake inkoop eigen aandelen, alsook de mogelijkheid om de al dan niet overdraagbaarheid van aandelen volledig vrij te regelen zullen cruciaal zijn voor de eventuele doorbraak van de BV in het kader van de structurering van managementparticipaties.

71. Of de BV echter in de toekomst de rechtsvorm bij uitstap is voor (co-)investerings- en poolingvehikels valt nog af te wachten. Onder meer de gunstigere fiscale behandeling van de Nederlandse StAK en de grotere mate van discretie

die een StAK kan bieden, kunnen mogelijks een argument zijn tegen het gebruik van de BV. Bovendien zou de wetgever in sommige opzichten de flexibiliteit nog verder hebben kunnen doordrijven. In het bijzonder lijkt het ons een gemiste kans om poolingsvehikels voor het management niet explicieter te laten kwalificeren als personeel. Tot slot moeten bepaalde toepassingen nog verder worden gekristalliseerd. Zo zijn er relatief weinig praktische aanknopingspunten voor de invulling van de verplichte liquiditeitstest in de BV, hetgeen investeerders mogelijks kan afschrikken.

72. Het WVV is alvast een goede stap vooruit en biedt concrete mogelijkheden om de managementparticipaties uit te werken naar gelang het specifieke geval en de wensen van de betrokken partijen, maar of de verhoogde flexibiliteit van de BV het zal halen van de lacunes en onzekerheid die er op de dag van vandaag nog zijn, is een vraag die enkel met de tijd zal kunnen worden beantwoord en de toepassing in de praktijk zal hier doorslaggevend zijn.

¹⁰⁶. M. DHAENE, “Het nieuwe Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen en het Wetboek Inkomstenbelastingen”, *TFR* 2019, afl. 563, p. 545.

¹⁰⁷. Zie hierover uitgebreid: L. CORNELIS, “Puts en calls op aandelen uit de leeuwenkooi?”, *Not.Fisc.M* 1995, afl. 3, 1; Brussel, 10 november 2006, *TRV*, 2007/3, p. 187-191, noot T. VLIETINCK; H. DE WULF, “Enkele bedenkingen rond een nuttige rol voor het versleten verbod van leeuwenbeding: bescherming van de vennootschap en haar schuldeisers, niet alleen van de medevennoten”, *RDC-TBH*, 2012/7, 697-708.

¹⁰⁸. Cass. 29 mei 2008, *TRV* 2008, 655; R. HOUBEN en H. BRAECKMANS, *Handboek vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2011, p. 189-190; Brussel 30 juni 2010, *TRV* 2010, 501, noot C. CLOTTENS.

¹⁰⁹. Art. 25, 2° en 31, 2° WIB 1992.

¹¹⁰. Art. 26 en art. 207 jo. 79 WIB 1992.