De S-BVBA, schuldeiserbescherming en kapitaalplicht in de besloten vennootschapsvorm

Ludovic Vilain[1]

I. Inleiding . . . 401
II. Wettelijk kader van de S-BVBA . . . 402
A. Kapitaal in de S-BVBA . . . 402
B. Alarmbelprocedure . . . 402
C. Verhoogde aansprakelijkheid . . . 402
D. Financieel plan . . . 403
E. Verhoogde reserveringsplicht . . . 403
F. Geen kapitaalvermindering . . . 403
G. Vermelding "starter" . . . 403
H. Oprichting door natuurlijke personen . . . 404
I. Tijdelijke karakter en personeelsgrens . . . 405
III. Evaluatie en wetswijziging 2014 . . . 405
IV. Kapitaal in de vennootschap . . . 406
A. Principe – Tweede vennootschapsrichtlijn . . . 406
B. Schuldeiserbescherming . . . 407
C. Tekortkomingen van de kapitaalbeschermingsregels . . . 408
D. Modernisering van het vennootschapsrecht . . . 409
E. Alternatieve wijzen van schuldeiserbescherming . . . 410
V. Besluit . . . 413

SAMENVATTING

In het eerste deel van deze bijdrage wordt een overzicht gegeven van de wettelijke bepalingen van de nieuwe vennootschapsmodaliteit die in het leven werd geroepen door de wetgever om enerzijds het ondernemerschap aan te zwengelen, en anderzijds het hoofd te bieden aan de vennootschapsrechtelijke ontwikkelingen die hebben plaatsgevonden in onze buurlanden ingevolge de rechtspraak van het Europees Hof van Justitie. Vervolgens wordt de wetswijziging met betrekking tot de S-BVBA besproken en de mate waarin deze wijziging werkelijk een verbetering aan het statuut van de S-BVBA teweegbrengt. Deze wetswijziging is onlosmakelijk verbonden met het debat inzake het kapitaal als schuldeiserbeschermingsmechanisme. Met de richtlijn nr. 1977/91/EEG werd het kapitaal als schuldeiserbescherming verankerd in de Europese, en vervolgens nationale, regelgeving. Initieel voor "grote" vennootschappen, doch door de nationale wetgever in de meeste gevallen verder uitgebreid naar besloten vennootschapsvormen. Desondanks staat het kapitaal als middel om de belangen van de schuldeisers te beschermen, zeker voor wat betreft de besloten vennootschappen, sinds enkele jaren onder druk. Deze bijdrage tracht in het tweede deel een beknopt overzicht te geven van enerzijds de meest voorkomende tekortkomingen die gepaard gaan met het kapitaalbegrip als schuldeiserbescherming en vervolgens de alternatieve wijzen waarop de schuldeisers, in de optiek dat het kapitaal als beschermingsmechanisme tekort schiet, alsnog kunnen worden beschermd.

RÉSUMÉ

Dans la première partie de cette contribution, il est donné un aperçu des dispositions juridiques de la nouvelle forme de société qui a été créée par le législateur pour, d'une part, stimuler l'entreprenariat et, d'autre part, faire face aux développements en droit des sociétés qui ont eu lieu dans nos pays voisins, conformément à la jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne. Ensuite, la modification en ce qui concerne la SPRL-S est examinée, ainsi que la mesure dans laquelle cette modification engendre effectivement une amélioration du statut de la SPRL-S. Cette modification est indissociablement liée au débat sur le capital en tant que mécanisme de protection des créanciers. Avec la directive n° 1977/91/CEE, le capital en tant que mécanisme de protection des créanciers a été intégré dans la

1. Advocaat te Brussel (Strelia).

réglementation européenne, et puis nationale. Initialement prévu pour les « grandes » entreprises, le mécanisme a été élargi par le législateur national dans la plupart des cas, aux formes de sociétés privées. Néanmoins, le capital en tant que moyen de protection des intérêts des créanciers, en particulier en ce qui concerne les sociétés privées, est sous pression depuis plusieurs années. Cette contribution tente, dans la deuxième partie, de donner un bref aperçu d'une part des lacunes les plus courantes associées à la notion de capital en tant que mécanisme de protection des créanciers, et, d'autre part, des autres façons par lesquelles les créanciers, dans l'hypothèse où le capital en tant que mécanisme de protection échoue, peuvent encore être protégés.

I. INLEIDING

1. Sinds januari 2010 bestaat er in het Belgisch recht een op startende ondernemers gerichte vennootschapsvorm: de S-BVBA. Het idee tot deze nieuwe variant, gebaseerd op een reeds bestaande vennootschapsvorm, zag zijn oorsprong in het Federaal KMO-actieplan zoals goedgekeurd door de ministerraad op 10 oktober 2008. Het actieplan voorzag in 40 maatregelen met het oog op de bevordering van het activiteitenkader van ondernemingen, het ondernemerschap, de betrekking met de overheid, de arbeidsmarkt en het sociaal statuut van zelfstandigen.

2. De beweegreden tot invoering hiervan, is tweeledig. Enerzijds werden de minimumkapitaal verplichtingen waaraan de klassieke vennootschapsvormen onderworpen zijn, door jonge ondernemers als ontmoedigend ervaren om de sprong naar het ondernemerschap te wagen. Aldus wenste de overheid, in tijden van economische crisis, het ondernemerschap te bevorderen, door middel van het aanbieden van een flexibel kader tot ondernemerschap met beperkte kapitaalverplichtingen, zonder evenwel de garanties voor schuldeisers en consumenten te laten vallen[2]. Door de invoering van de S-BVBA werd dus de mogelijkheid geboden om een vennootschap met volkomen rechtspersoonlijkheid op te richten, met een verwaarloosbaar minimumkapitaal.

3. Anderzijds diende de S-BVBA het hoofd te bieden aan de vennootschapsrechtelijke ontwikkelingen die plaatsvonden in onze buurlanden ingevolge de *light vehicle competition*[3]. Immers, in de ons omringende landen (Duitsland, Frankrijk, Nederland en Verenigd Koninkrijk) bestond de mogelijkheid om een vennootschap met beperkte aansprakelijkheid op te richten met een verwaarloosbaar of een reëel startkapitaal, waarbij vooral de Engelse "*limited*" (*private company limited by shares*) populair bleek. Deze regelgevende competitie werd door een aantal arresten van het Europees Hof van Justitie[4] in de hand gewerkt. Onder de toepassing van de vrijheid van vestiging oordeelde het Hof van Justitie immers dat een vennootschap opgericht in overeenstemming met de vigerende wetgeving van de ene lidstaat, haar volledige activiteit kan ontplooien in een andere lidstaat, ongeacht de andere lidstaat strengere vereisten inzake oprichtingsformaliteiten of minimumkapitaal voorschrijft.

4. Een ingrijpen van de wetgever kon dan ook niet langer uitblijven en met de wet van 12 januari 2010[5] maakte Belgische variant op de Engelse *limited,* zijnde de S-BVBA, zijn intrede in het Wetboek van Vennootschappen.

5. In wat volgt worden beknopt de wettelijke bepalingen van de S-BVBA weergegeven. In dit verband kan worden opgemerkt dat de wetgever geenszins de bedoeling heeft gehad om "*het warm water opnieuw uit te vinden*"[6] maar ervoor gekozen heeft om de regelgeving inzake de S-BVBA in het bestaande BVBA-recht te integreren[7]. Zo bepaalt artikel 211*bis*, tweede lid W.Venn. uitdrukkelijk dat alle toepasselijke bepalingen van het wetboek voor de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid ook van toepassing zijn op de S-BVBA, tenzij daar uitdrukkelijk wordt vanaf geweken.

---

2. *Memorie van toelichting* bij het wetsontwerp tot wijziging van het Wetboek van Vennootschappen en tot vaststelling van de modaliteiten van de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid *Starter* (hierna "*memorie van toelichting*"), *Parl.St.* Kamer 2009-10, nr. 2211/001, 2.

3. *Memorie van toelichting*, *Parl.St.* Kamer 2009-10, nr. 2211/001, 3-4; C. CLOTTENS en S. DE DIER, "De S-BVBA: een minerva *light*?" in *Overzicht nieuwe wetgeving vennootschappen 2007-2011*, Kalmthout, Biblo, 2011, 13, nr. 3; D. BRULOOT en K. MARESCEAU, "BVBA Starter", *NJW* 2010, 302, nr. 1; E.-J. NAVEZ et M. COIPEL, "La société privée à responsabilité limitée starter: initiative salutaire ou miroir aux alouettes?", *TBH*, 2010/4, 301, nr. 2; C. BROCAL, "La création de la SPRL-S en Belgique. La SPRL-S et sa demi-sœur allemande l'Unternehmergesellschaft (UG), une concurrence pour la 'Limited' anglaise?", *DAOR*, 2010/95, 240, nr. 1.

4. HvJ 9 maart 1999, C-212/97, *Centros Ltd / Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*, *Jur.* 1999, I-1459; HvJ 30 september 2003, C-167/01, *Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam en Inspire Art Ltd*, *Jur.* 2003, I-10155; HvJ 5 november 2002, C-208/00, *Überseering BV / Nordic Construction Company Bauma- management GmbH*, *Jur.* 2002, I-9919 en HvJ 13 december 2005, C-411/03, *Sevic Systems AG*, *Jur.* 2005, I-10805.

5. Wet van 12 januari 2010 tot wijziging van het Wetboek van Vennootschappen en tot vaststelling van de modaliteiten van de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid *Starter* (*BS* 26 januari 2010).

6. *Memorie van toelichting*, *Parl.St.* Kamer 2009-10, nr. 2211/001, 4.

7. E.-J. NAVEZ et M. COIPEL, "La société privée à responsabilité limitée starter: initiative salutaire ou miroir aux alouettes?", *TBH*, 2010/4, 303, nr. 10; C. BROCAL, "La création de la SPRL-S en Belgique. La SPRL-S et sa demi-sœur allemande l'Unternehmergesellschaft (UG), une concurrence pour la 'Limited' anglaise?", *DAOR*, 2010/95, 252, nr. 40.

II. WETTELIJK KADER VAN DE S-BVBA

A. Kapitaal in de S-BVBA

6. De belangrijkste troef van S-BVBA is de verlaging van het minimumkapitaal. Het kapitaal als figuur wordt niet afgeschaft, maar komt te liggen tussen 1 EUR en 18.550 EUR (art. 214, § 2 W.Venn.). Deze bepaling laat de startende ondernemer toe gebruik te maken van de voordelen van een rechtspersoon, zijnde de bescherming van het private en familiale patrimonium in geval van faillissement[8], doch aan een gunstig "tarief" van slechts één symbolische euro. Indien het maatschappelijk kapitaal de bovengrens van 18.550 EUR bereikt en/of zou overschrijden, kan de vennootschap niet langer van het statuut van de S-BVBA genieten, en dient zij alle bepalingen die van toepassing zijn op de gewone BVBA in acht te nemen. In het geval de S-BVBA haar statuut van starter verliest zullen alle wettelijke verplichtingen die specifiek van toepassing zijn op deze vennootschapsmodaliteit logischerwijs komen te vervallen.

7. Als gevolg van het feit dat het kapitaal van een S-BVBA slechts 1 EUR kan zijn, werd artikel 223 W.Venn. aangevuld met de bepaling dat het kapitaal in de S-BVBA enkel volstort dient te worden ten belope van 1 EUR, in tegenstelling tot 6.200 EUR in de gewone BVBA. Zelf indien de S-BVBA wordt opgericht door 1 persoon, of éénhoofdig wordt gedurende haar bestaan, blijft deze bepaling onverkort van toepassing, daar waar in geval van éénhoofdigheid in een BVBA wordt vereist dat het maatschappelijk kapitaal wordt volgestort voor minimum 12.400 EUR.

8. Niettegenstaande deze afwijking blijft de minimumvolstortingsvereiste per aandeel onveranderd (art. 223, laatste lid W.Venn.). Ook in de S-BVBA dient op ieder aandeel waarop in geld is ingeschreven, ten minste 1/5 worden gestort en de aandelen of gedeelten ervan die een inbreng in natura vertegenwoordigen, dienen volledig te worden volgestort (art. 223, tweede lid W.Venn.)[9].

9. Verder voorziet het gunstregime dat het bewijs van volstoring van het kapitaal van een S-BVBA die wordt opgericht met inbreng in geld niet dient te worden overhandigd aan de instrumenterende notaris. Ingevolgde deze uitzondering wordt van de instrumenterende notaris niet langer vereist dat hij de deponering van het te volstorten bedrag bij de oprichting van de S-BVBA bevestigt[10]. Onverminderd de invoeging van dit laatste lid aan artikel 69 W.Venn., blijven de bepalingen van artikel 69, 5° en 6° W.Venn. onverkort van toepassing. Het uittreksel dient nog steeds het bedrag van het maatschappelijk kapitaal, de samenstelling hiervan en het gestorte bedrag, te vermelden. Bijgevolg blijkt de vereenvoudigde administratieve verplichting die de wetgever voor ogen had verwaarloosbaar[11]. Tot slot is de vrijstelling van bewijs van volstorting enkel van toepassing bij de oprichting en dient dergelijk bewijs nog steeds te worden voorgelegd bij latere kapitaalverhogingen[12].

B. Alarmbelprocedure

10. Het reguliere regime inzake het behoud van het kapitaal in het bestaande BVBA-recht voorziet in de toepassing van de alarmbelprocedure indien ten gevolge van een geleden verlies het netto-actief gedaald is tot minder dan de helft van het maatschappelijk kapitaal. Bovendien kan iedere belanghebbende de ontbinding van de vennootschap voor de rechtbank vorderen indien het netto-actief is gedaald tot beneden 6.200 EUR.

11. Het is niet meer dan evident dat ingevolge de vermindering van de minimumkapitaalverplichting, in geval van verlies van kapitaal, de S-BVBA wordt vrijgesteld van de toepassing van de alarmbelprocedure[13]. Deze komt vanzelfsprekend te vervallen eens de vennootschap haar statuut als starter verliest.

C. Verhoogde aansprakelijkheid

12. Voormelde wijzigingen aan het bestaand BVBA-recht trachten het ondernemerschap te stimuleren, maar ondergraven tegelijkertijd een aantal bestaande waarborgen voor de schuldeisers. Om hieraan tegemoet te komen, heeft de wetgever bijkomende verplichtingen opgelegd alvorens men gebruik zou kunnen maken van het gunstregime.

13. Vooreerst blijven de bepalingen inzake de oprichtersaansprakelijkheid die gelden voor de gewone BVBA onverkort van toepassing. Weliswaar wordt de verwijzing naar het maatschappelijk kapitaal voor de toepassing in de S-BVBA vervangen door "*het eigen vermogen en de ondergeschikte middelen*", gezien het minimumkapitaal slechts 1 EUR bedraagt[14]. Dit betekent dat de oprichters van de S-BVBA,

8. *Memorie van toelichting*, *Parl.St.* Kamer 2009-10, nr. 2211/001, 9.
9. C. CLOTTENS en S. DE DIER, "De S-BVBA: een minerva *light*?" in *Overzicht nieuwe wetgeving vennootschappen 2007-2011*, Kalmthout, Biblo, 2011, 31, nr. 21 en S. DE DIER, "De S-BVBA: een minimalistische aanzet tot hervorming van het besloten vennootschapsrecht", *TRV* 2010, 198-199, nr. 17.
10. Art. 69, laatste lid W.Venn.
11. D. BRULOOT en K. MARESCEAU, "BVBA Starter", *NJW* 2010, 304, nr. 5.
12. S. DE DIER, "De S-BVBA: een minerva *light*?" in *Overzicht nieuwe wetgeving vennootschappen 2007-2011*, Kalmthout, Biblo, 2011, 32, nr. 22.
13. Art. 332 en 333 W.Venn.; C. BROCAL, "La création de la SPRL-S en Belgique. La SPRL-S et sa demi-sœur allemande l'Unternehmergesellschaft (UG), une concurrence pour la 'Limited' anglaise?", *DAOR*, 2010/95, 258, nr. 63.
14. Art. 229, 5° W.Venn.

onverminderd de toepassing van aansprakelijkheidsbepalingen in artikel 229, 1° tot 4° W.Venn., mogelijks hoofdelijk gehouden kunnen worden, naar een verhouding die de rechter vaststelt, voor de verbintenissen van de vennootschap indien deze failliet wordt verklaard binnen de 3 jaar na de oprichting ervan en indien het eigen vermogen en de ondergeschikte middelen, zoals blijkt uit het financieel plan, kennelijk ontoereikend waren voor de normale uitoefening van de voorgenomen bedrijvigheid over ten minste 2 jaar[15].

14. Bovenop de reguliere oprichtersaansprakelijkheid, heeft de wetgever in geval van de S-BVBA voorzien in een bijkomende verhoogde aansprakelijkheid. Volgend op de "reguliere" driejarige aansprakelijkheidsperiode, worden de (eventueel latere toegetreden) vennoten, buiten elke fout om, hoofdelijk aansprakelijk geacht ten aanzien van iedere belanghebbende derde voor het eventuele verschil tussen het geplaatste kapitaal en 18.550 EUR (art. 214, § 2, derde lid W.Venn.). Dit komt neer op een (weliswaar beperkte) *piercing of the corporate veil* (*infra*, nr. 59) vanaf het 4de jaar na oprichting ten belope van maximaal 18.549 EUR, dan wel dat men ten belope van dit bedrag op het kapitaal dient in te schrijven (art. 229, 1° W.Venn.)[16].

D. Financieel plan

15. Zoals bovenstaand reeds kort aangehaald, dienen de oprichters van een S-BVBA een financieel plan op te stellen dewelke aan de instrumenterende notaris wordt overhandigd (art. 215, eerste lid W.Venn.).

16. Gelet op het verwaarloosbaar minimumkapitaal in de S-BVBA en om te voorkomen dat startende ondernemers een vennootschap lichtzinnig zouden oprichten, verscherpt de wetgever de verplichtingen[17] in het kader van het op te stellen financieel plan. Enerzijds dienen oprichters van een S-BVBA verplicht beroep te doen op (i) een door de Koning erkende instelling of organisatie of (ii) een erkende boekhouder, externe accountant of bedrijfsrevisor (art. 215, tweede lid W.Venn.)[18]. Anderzijds dient dit financieel plan, en meer bepaald de inhoud ervan, te beantwoorden aan de essentiële criteria zoals vooropgesteld in het KB van 27 mei 2010[19]. De in het financieel plan opgenomen projecties dienen op zijn minst een periode van 2 jaar te dekken.

E. Verhoogde reserveringsplicht

17. Gezien het beperkte onderpand voor de schuldeisers en de vrijstelling van een reëel startkapitaal in de S-BVBA, voorziet de wetgever in de vorming van een verhoogd reserveringsfonds (art. 319*bis* W.Venn.). De algemene vergadering van de S-BVBA is gehouden om ieder jaar een bedrag van minimum 25% van de nettowinst in te houden met het oog op de vorming van een reservefonds. De verhoogde reserveringsplicht houdt slechts op te bestaan van zodra dergelijk fonds het bedrag heeft bereikt dat gelijk is aan het verschil tussen het maatschappelijk kapitaal en 18.550 EUR, dan wel de vennootschap omgevormd wordt naar een volwaardige BVBA[20]. Bij een gewone BVBA dient men slechts 5% van de winst te reserveren totdat het fonds een bedrag heeft bereikt die gelijk is aan 10% van het maatschappelijk kapitaal (art. 319 W.Venn.).

18. De functie van de verhoogde reserveringsplicht is tweeledig. Enerzijds faciliteert dergelijk reservefonds de toekomstige overgang naar een gewone BVBA. Anderzijds wordt dit fonds aanzien als een manier om de afwezigheid van een reëel minimumkapitaal als schuldeiserbescherming, op te vangen.

F. Geen kapitaalvermindering

19. Als bijkomende waarborg ten aanzien van de schuldeisers en het ontbreken van een reëel startkapitaal, is het niet toegestaan om een kapitaalvermindering in de S-BVBA door te voeren, zolang de vennootschap dergelijk startersstatuut aanhoudt (art. 214, § 2, vierde lid W.Venn.). Uit de *memorie van toelichting* blijkt dat de wetgever wil voorkomen dat reserves door middel van een kapitaalverhoging worden geïncorporeerd, om vervolgens door middel van een kapitaalvermindering deze terug uit de vennootschap te halen[21]. Het verbod tot kapitaalvermindering wordt opgeheven eens de S-BVBA, volgens de gewone regels van een statutenwijziging, is omgevormd tot een gewone BVBA.

G. Vermelding "starter"

20. Teneinde derden afdoende in te lichten dat zij te maken hebben met een vennootschap met een specifiek statuut, wordt vereist dat de vennootschap op alle stukken zoals

15. Art. 229, 5° W.Venn.
16. Met inachtname van de volstortingsplicht zoals bepaald in art. 223 W.Venn.; C. BROCAL, "La création de la SPRL-S en Belgique. La SPRL-S et sa demi-sœur allemande l'Unternehmergesellschaft (UG), une concurrence pour la 'Limited' anglaise?", *DAOR*, 2010/95, 256, nrs. 55-56.
17. C. BROCAL, "La création de la SPRL-S en Belgique. La SPRL-S et sa demi-sœur allemande l'Unternehmergesellschaft (UG), une concurrence pour la 'Limited' anglaise?", *DAOR*, 2010/95, 257, nr. 58.
18. E.-J. NAVEZ et M. COIPEL, "La société privée à responsabilité limitée starter: initiative salutaire ou miroir aux alouettes?", *TBH*, 2010/4, 305, nr. 19.
19. Zo dient het financieel plan minstens (i) een beschrijving van de vennootschap (art. 219*quater* KB/W.Venn.), (ii) een geprojecteerde balans (art. 219*quinquies* KB/W.Venn.), (iii) een resultatenrekening (art. 219*sexies* KB/W.Venn.) en (iv) een vermogensstromentabel (art. 219*septies* KB/W.Venn.), te bevatten.
20. *Memorie van toelichting*, *Parl.St.* Kamer 2009-10, nr. 2211/001, 6.
21. *Memorie van toelichting*, *Parl.St.* Kamer 2009-10, nr. 2211/001, 10.

bepaald in artikel 78 W.Venn. en de uittreksels overeenkomstig artikelen 68 en 69 W.Venn. het woord "*starter*" toevoegt aan de rechtsvorm zolang haar kapitaal niet wordt verhoogd tot ten minste het in artikel 214, § 1 W.Venn. vastgestelde bedrag[22].

H. Oprichting door natuurlijke personen

21. Met de S-BVBA beoogt de wetgever het ondernemerschap bij starters te bevorderen en had deze geenszins de bedoeling dat reeds gelanceerde ondernemers gebruik zouden maken van S-BVBA's[23]. Om deze reden kan een S-BVBA slechts worden opgericht door één of meerdere natuurlijke personen, en niet door rechtspersonen (art. 211*bis*, eerste lid W.Venn.). Om te vermijden dat deze bepaling zou worden omzeild kunnen rechtspersonen geen (i) latere verkrijgers van aandelen in een S-BVBA (art. 249, § 2, eerste lid W.Venn.) of (ii) zaakvoerder in een S-BVBA, worden (art. 255, tweede lid W.Venn.)[24]. Enkel in het geval waar het maatschappelijk kapitaal van een S-BVBA door middel van een kapitaalverhoging wordt gebracht tot het wettelijk minimumkapitaal voor een BVBA, kunnen rechtspersonen toetreden als vennoot (art. 249, § 2, tweede lid W.Venn.). Miskenning van deze bepalingen wordt gesanctioneerd met de nietigheid van de deelneming door rechtspersonen in de S-BVBA[25], de verkrijging van haar aandelen, dan wel de benoeming van de rechtspersoon als zaakvoerder[26].

22. In de lijn van de "startersdoelstellingen" van de S-BVBA en teneinde te vermijden dat gelanceerde ondernemers hiervan gebruik zouden maken, mogen de oprichters geen effecten aanhouden in een andere vennootschap met beperkte aansprakelijkheid die 5% of meer vertegenwoordigen van het totaal aantal stemrechten in de andere vennootschap (art. 211*bis*, eerste lid W.Venn.). Miskenning van deze bepaling wordt gesanctioneerd met de hoofdelijke aansprakelijkheid voor de verbintenissen van de S-BVBA die hij opricht (art. 212*bis*, § 2 W.Venn.). Voorts kan iedere natuurlijke persoon-oprichter slechts één S-BVBA oprichten op straffe van hoofdelijke aansprakelijkheid voor de verbintenissen van de achteraf opgerichte S-BVBA (art. 212*bis*, § 1 W.Venn.). Deze hoofdelijke borg van de oprichter voor de verbintenissen van de tweede opgerichte S-BVBA komt te vervallen zodra de vennootschap haar hoedanigheid van starter verliest of haar ontbinding wordt bekendgemaakt.

23. De beweegreden van de wetgever zoals aangehaald in de twee voorgaande randnummers is duidelijk. Namelijk de S-BVBA voorbehouden voor natuurlijke personen die niet aangestipt kunnen worden als "gelanceerde" ondernemers. Voorts wil de wetgever slechts één S-BVBA per oprichter. Vandaar de beperkingen inzake de oprichting van een S-BVBA en hun uitbreiding naar de latere verkrijgers van aandelen. In dit verband bevat artikel 249, § 2, derde lid W.Venn. betreffende de overdracht van aandelen een verwijzing naar artikel 212*bis* W.Venn. Ter herinnering, artikel 212*bis* W.Venn. heeft betrekking op de hoofdelijke borg die een oprichter van een S-BVBA oploopt, voor de verbintenissen van iedere door hem nadien opgerichte S-BVBA. Van zodra één van de S-BVBA's haar startersstatuut verliest of haar ontbinding wordt bekendgemaakt, vervalt de hoofdelijke borg voor voornoemde verbintenissen. Deze verwijzing is meer problematisch dan op eerste gezicht blijkt. Zo is niet duidelijk of de wettekst van artikel 212*bis* W.Venn., dewelke spreekt over een "oprichter", letterlijk dan wel analogisch dient te worden geïnterpreteerd in het kader van artikel 249, § 2, derde lid W.Venn.[27]. Bij een letterlijke interpretatie wordt de natuurlijke persoon-verkrijger van de aandelen van de S-BVBA geacht hoofdelijk borg te staan voor de verbintenissen van ieder andere door hem nadien opgerichte S-BVBA. In geval van een analogische interpretatie, dewelke wordt voorgedragen door de meerderheid van de rechtsleer, wordt de natuurlijke persoon-verkrijger van de aandelen van de S-BVBA geacht hoofdelijk borg te staan voor de verbintenissen van de andere S-BVBA waarvan hij de aandelen nadien verkrijgt[28]. De wetgever had dergelijke interpretatieproblemen kunnen vermijden en in dit verband duidelijker kunnen zijn door de toevoeging van de bewoording "naar analogie"[29].

24. Bovendien bevat artikel 249, § 2, derde lid W.Venn. betreffende de overdracht van aandelen een bijkomend probleem. In het artikel wordt verwezen naar de overdracht van aandelen door overlijden of onder levenden. Concreet houdt dit in dat de oprichters van een S-BVBA, of natuurlijke per-

22. Art. 211*bis*, derde lid W.Venn. E.-J. NAVEZ et M. COIPEL, "La société privée à responsabilité limitée starter: initiative salutaire ou miroir aux alouettes?", *TBH*, 2010/4, 309, nr. 39.
23. *Memorie van toelichting*, *Parl.St.* Kamer 2009-10, nr. 2211/001, 5 en C. CLOTTENS en S. DE DIER, "De S-BVBA: een minerva *light*?" in *Overzicht nieuwe wetgeving vennootschappen 2007-2011*, Kalmthout, Biblo, 2011, 23-25, nrs. 12-14.
24. E.-J. NAVEZ et M. COIPEL, "La société privée à responsabilité limitée starter: initiative salutaire ou miroir aux alouettes?", *TBH*, 2010/4, 307-308, nrs. 31-33.
25. Art. 227 W.Venn.
26. Principieel zullen de handelingen gesteld door een rechtspersoon-zaakvoerder van een S-BVBA de vennootschap niet verbinden. E.-J. NAVEZ et M. COIPEL, "La société privée à responsabilité limitée starter: initiative salutaire ou miroir aux alouettes?", *TBH*, 2010/4, 308, nr. 35.
27. Ook de parlementaire voorbereiding biedt geen soelaas in dit verband. *Memorie van Toelichting*, *Parl.St.* Kamer 2009-10, nr. 2211/001, 14.
28. E.-J. NAVEZ et M. COIPEL, "La société privée à responsabilité limitée starter: initiative salutaire ou miroir aux alouettes?", *TBH*, 2010/4, 308, nr. 33 en 310, nr. 41; C. CLOTTENS en S. DE DIER, "De S-BVBA: een minerva *light*?" in *Overzicht nieuwe wetgeving vennootschappen 2007-2011*, Kalmthout, Biblo, 2011, 26-27, nr. 15; H. BRAECKMANS, "De S-BVBA: goede of valse start?", *RW* 2009-10, 1717, nr. 7.
29. E.-J. NAVEZ et M. COIPEL, "La société privée à responsabilité limitée starter: initiative salutaire ou miroir aux alouettes?", *TBH*, 2010/4, 308, nr. 33.

sonen met reeds belangrijke participaties van 5% of meer van de stemrechtverlenende effecten in een andere vennootschap met beperkte aansprakelijkheid, niet met de sanctie van hoofdelijke borg worden geconfronteerd indien zij inschrijven op aandelen van een S-BVBA naar aanleiding van een kapitaalverhoging. Een wetgevend ingrijpen in dit verband dringt zich op.

25. Tot slot wordt een derde probleem aangestipt in het kader van de "oprichter" van een S-BVBA en de overdracht van zijn aandelen hierin. De hoedanigheid van oprichter waarvan sprake in artikel 212*bis* W.Venn. kleeft aan de persoon en niet aan de aandelen[30]. Dit houdt in dat de oprichter van een S-BVBA, na de overdracht van al zijn aandelen in de S-BVBA, nog steeds als oprichter zal worden beschouwd. Bijgevolg zal de "oprichter", zolang de door hem opgerichte S-BVBA haar statuut als starter niet verliest of haar ontbinding niet is bekendgemaakt, hoofdelijk borg staan voor de verbintenissen van de tweede door hem opgerichte S-BVBA. De problematiek is eveneens van toepassing wanneer de oprichter, na volledige overdracht van zijn aandelen in de eerste door hem opgerichte S-BVBA, 5% of meer van de stemrechtverlenende effecten in een andere vennootschap met beperkte aansprakelijkheid verwerft. Dan zal hij nog steeds geconfronteerd worden met de hoofdelijke borg voor de verbintenissen van de door hem opgerichte S-BVBA, ook al is hij hierin geen vennoot meer[31]. Ook hier dringt een wetgevend ingrijpen zich op. Voormelde complexiteit kan samen met de interpretatieproblemen enerzijds (*supra*, nr. 23) en de lacune in de bepalingen van de S-BVBA anderzijds (*supra*, nr. 24), onder meer worden aangestipt als een mogelijke reden van de niet-aantrekkelijkheid van de S-BVBA.

I. Tijdelijke karakter en personeelsgrens

26. Tot slot werd bij de invoering van de S-BVBA besloten om het toegekende startersstatuut in de tijd te beperken. De wetgever was oorspronkelijk van oordeel dat een termijn van 5 jaar volstaat om de eerste jaren na de oprichting van een vennootschap, waarbij het derde jaar in het bijzonder vaak als financieel zwaar wordt ervaren[32], door te komen. Voorts was het niet toegestaan dat de S-BVBA meer dan 5 voltijdse werknemers tewerkstelt[33]. Immers, indien een vennootschap de financiële draagkracht zou bezitten om meer dan 5 voltijdse werknemers te werk te stellen, dan zou deze ook voldoen aan de hogere minimumkapitaalverplichtingen van een gewone BVBA[34]. Het overschrijden van beide drempels, zijnde de vijfjarige start-termijn dan wel het tewerkstellen van 5 voltijdse werknemers, heeft als gevolg dat de S-BVBA haar startersstatuut verliest en omgevormd dient te worden tot een volwaardige BVBA. De niet-tijdige omzetting door statutenwijziging, wordt gesanctioneerd met hoofdelijke aansprakelijkheid van de zaakvoerders jegens de vennootschap en derden voor alle schade die voortvloeit wegens miskenning van de bepalingen van het Wetboek van Vennootschappen (art. 263 W.Venn.).

III. Evaluatie en wetswijziging 2014

27. Ondanks de instelling van de S-BVBA als nieuwe vennootschapsmodaliteit, om enerzijds het ondernemerschap te stimuleren en anderzijds een antwoord te bieden op de *light vehicle competition*, is haar succes steeds uitgebleven.

28. Sinds de activering van deze nieuwe vennootschapsmodaliteit per 1 juni 2010 tot op datum van 31 december 2013 werden er in totaal 2.251 S-BVBA's opgericht[35]. Ter vergelijking, in dezelfde periode werden er in totaal 287.282 nieuwe vennootschappen opgericht. De S-BVBA vertegenwoordigt hier bijgevolg slechts 0,78% van.

29. Anderzijds blijkt dat in de periode 2010-2013 gemiddeld 3,42% van het totaal aantal nieuw opgerichte vennootschappen bestaat uit exotische rechtsvormen (*i.e.* vennootschappen naar buitenlands recht, zoals onder meer de *limited*). Ter vergelijking, in de periode voorafgaand aan de invoering van de S-BVBA (2006-2009), was gemiddeld 2,57% van het totaal aantal nieuw opgerichte vennootschappen exotisch.

30. Allicht kan worden gesteld dat de invoering van deze nieuwe vennootschapsmodaliteit allerminst een onverdeeld succes was. Meer nog, het opzet van de wetgever om door middel de S-BVBA enerzijds het ondernemerschap te stimuleren, en anderzijds een het hoofd te kunnen bieden aan de toevloed van exotische rechtsvormen, is gewoonweg mislukt. Ongetwijfeld dat het uitblijven van succes ook ingegeven is door de complexiteit, interpretatieproblemen en lacune waarmee de bepalingen van de S-BVBA gepaard gaan (*supra*, nrs. 23 tot 25).

30. D. Bruloot en K. Maresceau, "BVBA Starter", *NJW* 2010, 302, nr. 13.
31. C. Clottens en S. De Dier, "De S-BVBA: een minerva *light*?" in *Overzicht nieuwe wetgeving vennootschappen 2007-2011*, Kalmthout, Biblo, 2011, 26, nr. 14.
32. *Memorie van toelichting*, *Parl.St.* Kamer 2009-10, nr. 2211/001, 9.
33. E.-J. Navez et M. Coipel, "La société privée à responsabilité limitée starter: initiative salutaire ou miroir aux alouettes?", *TBH*, 2010/4, 308, nr. 34.
34. *Memorie van Toelichting*, *Parl.St.* Kamer 2009-10, nr. 2211/001, 9.
35. *Unizo-Startersatlas 2014* i.s.m. Graydon, 22.

31. Gezien het succes van de S-BVBA vanaf de beginjaren uitbleef, werd door de regering beslist het statuut van deze BVBA-variant te evalueren en te verbeteren. In de *memorie van toelichting* bij het wetsontwerp tot wijziging van het Wetboek van Vennootschappen en tot vaststelling van de modaliteiten van de S-BVBA, werden in dit verband 9 verbeteringspistes vooropgesteld[36]. Uiteindelijk werd geopteerd om hiervan slechts 2 door te voeren. De "verbeteringen" hebben betrekking op enerzijds het tijdelijk karakter van, en anderzijds de personeelsgrens in, de S-BVBA. Zo worden de bepalingen die verwijzen naar (i) de vijfjarige termijn na oprichting zoals in artikel 213, § 3 W.Venn., artikel 214, § 2, tweede lid W.Venn. en artikel 333, tweede lid W.Venn., en (ii) de omvangbeperking van 5 voltijdse werknemers, bij wet van 15 januari 2014 opgeheven. Dat de verwijzing naar de vijfjarige termijn in artikel 332, laatste lid W.Venn. niet werd opgeheven dient als een vergetelheid van de wetgever te worden beschouwd. In ieder geval blijft dit zonder gevolgen, gezien de bepaling opgenomen in het wetsartikel naar waar artikel 332, laatste lid W.Venn. verwijst, werd opgeheven. Tot slot blijft termijn waarvan sprake in artikel 214, § 2, derde lid W.Venn., dewelke betrekking heeft op de bijkomende aansprakelijkheid die volgt op de "reguliere" driejarige aansprakelijkheidsperiode (*supra*, nr. 14), onverminderd van kracht. In dit verband wordt eveneens verwezen naar randnummer 59.

32. Of de opheffing van de tijds- en omvangbeperkingen in de S-BVBA zal zorgen dat het ondernemerschap wordt aangezwengeld, dan wel het hoofd zal worden geboden aan de toevloed van exotische vennootschappen in België, is op zijn minst uiterst twijfelachtig te noemen. De nieuwe "verbeteringen" aan het statuut van de S-BVBA lijken niet meer dan een doekje voor het bloeden. Het uitblijven van het succes van de S-BVBA blijkt dan ook eerder ingegeven door de zware bijkomende verplichtingen en aansprakelijkheden voor de startende ondernemer en wegen niet op tegen het verwaarloosbaar minimumkapitaal in de S-BVBA[37]. Ook de complexiteit, lacunes en interpretatieproblemen zoals bovenvermeld aangestipt, kan worden aangehaald. Zonder te twijfelen aan de goede bedoelingen van de wetgever, wordt de wetswijzing aanzien als een gemiste kans om de bestaande regelgeving inzake de besloten vennootschap grondig te hervormen[38].

IV. KAPITAAL IN DE VENNOOTSCHAP

33. Ongeacht het uitblijven van succes van deze vennootschapsmodaliteit, zowel vóór als ná de wetswijziging, stuurt het *de facto* onbestaande minimumkapitaal in de S-BVBA aan tot een evaluatie van de kapitaalplicht in vennootschappen. Hoewel de in 2014 doorgevoerde wijziging aan het statuut van de S-BVBA ongetwijfeld beperkt is, weerspiegelt de wijziging, kennelijk ingegeven door de buitenlandse ontwikkelingen in dit verband, in zekere mate de nieuwe opvatting over het leerstuk van het kapitaal in het Wetboek van Vennootschappen. De initiële opvatting was dat vennootschappen met een *de facto* onbestaand minimumkapitaal in de tijd beperkt waren. Eens de vennootschappen "gelanceerd" waren, was het de bedoeling om de startersvennootschap om te vormen naar een volwaardige BVBA met een volwaardig kapitaal. Ingevolge voormelde wijziging blijkt de wetgever af te stappen van het opgelegde tijdelijk karakter van de startersmodaliteit en te aanvaarden dat er geen beperking in tijd meer dient te zijn voor dergelijke vennootschappen. Ogenschijnlijk is een volwaardig kapitaal niet langer een onontbeerlijk element voor vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid.

A. Principe – Tweede vennootschapsrichtlijn[39]

34. Klassiek werd aangenomen dat het kapitaal in een vennootschap een dubbele functie heeft. De dubbele functie situeert zich op (i) intern vlak als afbakeningscriterium voor de rechten en plichten tussen de meerderheids- dan wel minderheidsaandeelhouders in de vennootschap, en (ii) extern vlak als *ex ante*-beschermingsmechanisme ten voordele van de schuldeisers van de vennootschap[40].

36. *Memorie van toelichting*, *Parl.St.* Kamer 2013-14, nr. 3073/001, 10.

37. K. RENIERS, "De hervorming van de S-BVBA: een gemiste kans", *RW* 2013-14, nr. 37, 1479 en W. VAN GAVER, "De BVBA-Starter: een kritische analyse van het wetgevend kader en het wetsontwerp", *TRV* 2013, 738-739, nr. 22.

38. K. RENIERS, "De hervorming van de S-BVBA: een gemiste kans", *RW* 2013-14, nr. 37, 1479 en W. VAN GAVER, "De BVBA-Starter: een kritische analyse van het wetgevend kader en het wetsontwerp", *TRV* 2013, 738-739, nr. 26.

39. Richtlijn nr. 77/91/EEG van de Raad van 13 december 1976 strekkende tot het coördineren van de waarborgen die in de lidstaten worden verlangd van de vennootschappen in de zin van art. 58, tweede alinea van het verdrag, om de belangen te beschermen zowel van de deelnemers, alsook de instandhouding en de wijziging van haar kapitaal, zulks teneinde die waarborgen gelijkaardig te maken, *Pb.*L. 31 januari 1977, afl. 26, 1, en zoals vervangen door richtlijn nr. 2012/30/EU van 25 oktober 2012 strekkende tot het coördineren van de waarborgen welke in de lidstaten worden verlangd van de vennootschappen in de zin van art. 54, tweede alinea van het verdrag betreffende de werking van de Europese Unie, om de belangen te beschermen zowel van de deelnemers in deze vennootschappen als van derden met betrekking tot de oprichting van de naamloze vennootschap, alsook de instandhouding en wijziging van haar kapitaal, zulks teneinde die waarborgen gelijkwaardig te maken, *Pb.*L. 14 november 2012, afl. 315, 74 (hierna *tweede richtlijn 2012*).

40. R. TAS, "Wijzigingen inzake de bijeenbrenging en instandhouding van het maatschappelijk kapitaal: de afgeslankte tweede richtlijn", *TRV* 2006, 615, nr. 2; M. WYCKAERT en F. PARREIN, "Kapitaal: een mythe van kapitaal belang?" in *Overzicht nieuwe wetgeving vennootschappen 2007-2011*, Kalmthout, Biblo, 2011, 47, nr. 1.

35. Inzake de interne functie van het kapitaal is de tweede vennootschapsrichtlijn eerder beperkt[41]. In dit verband schrijft de tweede vennootschapsrichtlijn onder meer de principiële gelijke behandeling van de aandeelhouders voor[42].

36. Met betrekking tot het kapitaal als schuldeiserbescherming bevat de tweede vennootschapsrichtlijn onder meer bepalingen inzake de vorming en instandhouding van een minimumkapitaal. De bepalingen betreffende de tweede vennootschapsrichtlijn werden in België omgezet bij wet van 5 december 1984.

37. De op het Duits recht geïnspireerde tweede vennootschapsrichtlijn had de harmonisering voor ogen van nationale bepalingen voor "grote vennootschappen", zijnde de naamloze vennootschap in België, of haar equivalent in andere lidstaten. Besloten vennootschapsvormen vielen buiten het toepassingsgebied van de tweede vennootschapsrichtlijn. Dit weerhield de wetgevers van de meeste lidstaten er niet van om het geheel, dan wel een deel, van de bepalingen ook toe te passen op de besloten vennootschapsvormen[43].

B. Schuldeiserbescherming

38. Vooreerst werd aangenomen dat het minimumkapitaal een soort "toegangsticket" vormt die aandeelhouders betalen in ruil voor de beperkte aansprakelijkheid waarvan zij kunnen genieten. Dergelijk "toegangsticket" beoogt onder meer te voorzien dat vennootschappen van bij de aanvang voorzien zijn van een voldoende vermogen, en niet-lichtzinnig worden opgericht[44]. Het voldoende aanvangskapitaal weerspiegelt aldus in een zekere zin de ernst waarmee de aandeelhouders-oprichters de vennootschap hebben opgericht.

39. Vervolgens vormt het minimumkapitaal een financiële buffer ingeval de schuldeisers van de vennootschap worden geconfronteerd met de insolventie van deze laatste[45]. Immers, door de beperkte aansprakelijkheid van de aandeelhouders wordt het ondernemersrisico verschoven naar de schuldeisers. De verhouding tussen de aan de vennootschap verbonden voordelen ingevolge succes, dan wel risico's bij falen, werd onevenredig bevonden ten nadele van de schuldeisers. Ook om deze reden vond men het dat een minimumkapitaal noodzakelijk was, als pasmunt voor de beperkte aansprakelijkheid, teneinde de belangen van de schuldeisers van een vennootschap afdoende te beschermen.

40. In dit verband bepalen de minimumkapitaalverplichtingen zoals voorgeschreven in de tweede richtlijn 2012 dat grote vennootschappen, zijnde de naamloze vennootschap in België, of haar equivalent in andere lidstaten, een minimumkapitaal dienen te hebben van 25.000 EUR[46]. Indien de inbreng tot het kapitaal in de vennootschap anders geschiedt dan door een inbreng in geld, dient een onafhankelijke deskundige ter zake een rapport op te stellen, waarin hij een omschrijving zal geven van elke inbreng, de toegepaste waarderingsmethode en aangeven of de waarde van de inbreng overeenkomt met de nominale – dan wel fractiewaarde (en desgevallend agio) voor de tegen de inbreng uitgegeven aandelen[47]. De meeste lidstaten hebben deze bepalingen die enkel van toepassing zijn op de grote vennootschappen, uitgebreid naar de besloten vennootschappen.

41. Voorts bevat de tweede richtlijn 2012 bepalingen betreffende de instandhouding van het kapitaal. Gezien de aandeelhouders algemeen gezien de controle over de vennootschap hebben, rechtstreeks door algemene vergaderingen van de aandeelhouders, dan wel onrechtstreeks via de bestuurders, zijn deze in een positie om desgevallend de voordelen van de vennootschap aan zichzelf uit te keren via verschillende wegen. Ten eerste kunnen de aandeelhouders van de vennootschap zichzelf winstuitkeringen toekennen, via dividenden dan wel inkoop van aandelen. Bijgevolg zal de financiële buffer die het kapitaal vertegenwoordigt, ten nadele van de schuldeisers, worden verminderd. Bovendien kunnen de aandeelhouders onrechtstreeks het risicoprofiel van de vennootschap manipuleren, door onder meer het aangaan van meer risicovolle projecten dan degene die de schuldeisers voor ogen hadden op het moment dat ze de lening aan de vennootschap hebben toegekend. Indien dergelijke risicovolle projecten niet tot een goed einde worden gebracht, worden de kosten afgewikkeld op de schuldeisers[48].

41. M. WYCKAERT en F. PARREIN, "Kapitaal: een mythe van kapitaal belang?" in *Overzicht nieuwe wetgeving vennootschappen 2007-2011*, Kalmthout, Biblo, 2011, 83, nr. 30.
42. Preambule 2 en 5 en art. 19 en 42 van de tweede vennootschapsrichtlijn-Preambule 3 en 11 en art. 21 en 46 tweede richtlijn 2012.
43. H. CULOT en M. VAN BUGGENHOUT, "Droit européen des sociétés: vers une réforme du 'capital'?", *JTDE* 2007, 195, nr. 7; G. DE PIERPONT, "L'importance du capital. Evolutions récentes du Code des sociétés", *RPS*, nr. 7038, 346, nr. 3.
44. D. BRULOOT, *Vennootschapskapitaal en schuldeisers. Een onderzoek naar de effectiviteit van de (Europese) kapitaalregelen en alternatieve technieken van de schuldeiserbescherming*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 51, nr. 81.
45. D. BRULOOT, *Vennootschapskapitaal en schuldeisers. Een onderzoek naar de effectiviteit van de (Europese) kapitaalregelen en alternatieve technieken van de schuldeiserbescherming*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 61, nr. 92.
46. Art. 6, 1. tweede richtlijn 2012 (art. 6, 1. tweede vennootschapsrichtlijn). Hiervan dient slecht 1/4 volstort te zijn bij de oprichting en, voor de inbrengen in natura, volledig volstort binnen de vijf jaar na de oprichting ervan (art. 9 tweede richtlijn 2012). Voormelde bepalingen inzake volstorting zijn ook van toepassing bij een kapitaalverhoging in de vennootschap (art. 30 en 31 tweede richtlijn 2012).
47. Art. 10 tweede richtlijn 2012.
48. J. ARMOUR, "Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law", *The Modern Law Review* 2000, 357 en D. BRULOOT, *Vennootschapskapitaal en schuldeisers. Een onderzoek naar de effectiviteit van de (Europese) kapitaalregelen en alternatieve technieken van de schuldeiserbescherming*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 377, nr. 543.

42. Derhalve dient te worden voorkomen dat de voorziene financiële buffer voor de schuldeisers (onrechtmatig) wordt uitgekeerd aan de aandeelhouders van de vennootschap. Ter zake voorziet artikel 17, 1. van de tweede richtlijn 2012 dat een uitkering aan de aandeelhouders van de vennootschap enkel kan plaatsvinden met maximaal de gerealiseerde winst van het laatst afgesloten boekjaar, vermeerderd met de overgedragen winst en de beschikbare reserves, dan wel verminderd met het overgedragen verlies. Daarenboven kan geen enkele uitkering plaatsvinden indien het netto-actief van de vennootschap gedaald is tot een bedrag minder dan het maatschappelijk kapitaal, vermeerderd met de onbeschikbare reserves. Opdat het verbod tot uitkering van kapitaal daadwerkelijk wordt afgedwongen en niet wordt omzeild, dient vanzelfsprekend ook te worden voorzien dat activa van de vennootschap op geen andere wijze, rechtstreeks dan wel onrechtstreeks, naar de aandeelhouders van de vennootschap vloeien voor minder dan de marktwaarde. Zo wordt onder meer de inkoop van eigen aandelen door de vennootschap[49] en financiële bijstand[50] ook door de tweede richtlijn 2012 gereguleerd.

C. Tekortkomingen van de kapitaalbeschermingsregels

43. De bepalingen in de tweede richtlijn 2012 inzake de vorming en de instandhouding van het kapitaal beogen de schuldeisers te beschermen. Toch blijkt deze functie van het kapitaal om een aantal redenen haar rol niet volledig te vervullen.

44. Vooreerst wordt opgemerkt dat de bedragen betreffende het minimumkapitaal verwaarloosbaar laag zijn[51]. Zo tracht de tweede richtlijn 2012 een *one size fits all*-model te implementeren (i.e. minimaal 25.000 EUR voor alle grote vennootschappen)[52]. Echter blijkt de vaststelling van dit bedrag niet meer dan arbitrair te zijn en wordt daarenboven geen rekening gehouden met de aard van de bedrijfsactiviteit van de vennootschap, de daarmee verbonden risico's of omvang[53]. Zo zal het minimumkapitaal van de vennootschap geen voldoende garantie zijn opdat de schuldeisers zullen worden vergoed ingeval zij met de insolventie van de vennootschap zullen worden geconfronteerd. Behoudens de bijkomende verplichtingen voor vennootschappen die actief zijn in bepaalde sectoren (zoals de financiële sector), tracht het Belgisch recht dit te verhelpen door de oprichters te verplichten te voorzien in een "toereikend kapitaal" dat in verhouding dient te staan tot de voorzienbare behoeftes van de vennootschap voor de eerste 2 jaar volgend op de oprichting[54]. Toch dient dit te worden genuanceerd gezien de oprichtersaansprakelijkheid die hiermee gepaard gaat enkel van toepassing is ingeval de vennootschap failliet zou worden verklaard gedurende de eerste 3 jaar na de oprichting.

45. Een simpele verhoging van het minimumkapitaal in dit verband zal geen soelaas bieden. Allereerst omdat een verhoging van het minimumkapitaal zonder meer, niet de grond van het probleem aanpakt. Bij een loutere verhoging van het minimumkapitaal wordt nog steeds geen rekening gehouden met de bedrijfsactiviteit van de vennootschap, haar risicoprofiel, of omvang[55]. Daarenboven zijn schuldeisers eerder geïnteresseerd in de solvabiliteit van de vennootschap en de mate waarin zij haar verplichtingen voor de jegens hen aangegane verbintenissen kan nakomen. Een verhoging in nietliquide middelen is niet meteen wat schuldeisers verwachten[56]. Dat het ontbreken van een minimumkapitaal schuldeisers niet wakker houdt wordt bovendien aangetoond door het succes van de Engelse *limited*, zoals voormeld omschreven. Sterker nog, voor de besloten vennootschappen zou dit op zijn minst duiden op het feit dat de minimumkapitaalverplichtingen als belemmerend wordt beschouwd (*barrier to entry*). Niettemin wordt in de literatuur terecht opgemerkt dat de minimumkapitaalverplichting voor grote vennootschappen bezwaarlijk als beperkend kan worden ervaren[57].

46. Ten tweede voorziet de tweede richtlijn 2012 dat winstuitkeringen aan aandeelhouders worden gekoppeld aan een balanstest (*supra*, nr. 42)[58]. Hoewel de balanstest wordt

49. Art. 21, 1. tweede richtlijn 2012.
50. Art. 25 tweede richtlijn 2012.
51. M. WYCKAERT en F. PARREIN, "Kapitaal: een mythe van kapitaal belang?" in *Overzicht nieuwe wetgeving vennootschappen 2007-2011*, Kalmthout, Biblo, 2011, 74, nr. 22; D. BRULOOT, *Vennootschapskapitaal en schuldeisers. Een onderzoek naar de effectiviteit van de (Europese) kapitaalregelen en alternatieve technieken van de schuldeiserbescherming*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 51, nr. 82.
52. Art. 6, 1. tweede richtlijn 2012 (voorheen hernomen in art. 6, 1. tweede vennootschapsrichtlijn). Merk op dat de Belgische wetgever bij de omzetting van art. 6.1 tweede vennootschapsrichtlijn naar Belgisch recht voorzag in een verstrenging van de Europeesrechtelijke bepaling in dit verband. Overeenkomstig art. 439 en 441 W.Venn. dient de NV een geplaatst maatschappelijk kapitaal te hebben van minimum 61.500 EUR.
53. H. CULOT en M. VAN BUGGENHOUT, "Droit européen des sociétés: vers une réforme du 'capital'?", *JTDE* 2007, 196, nr. 14.
54. M. WYCKAERT en F. PARREIN, "Kapitaal: een mythe van kapitaal belang?" in *Overzicht nieuwe wetgeving vennootschappen 2007-2011*, Kalmthout, Biblo, 2011, 74, nr. 22; D. BRULOOT, *Vennootschapskapitaal en schuldeisers. Een onderzoek naar de effectiviteit van de (Europese) kapitaalregelen en alternatieve technieken van de schuldeiserbescherming*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 53, nr. 84.
55. D. BRULOOT, *Vennootschapskapitaal en schuldeisers. Een onderzoek naar de effectiviteit van de (Europese) kapitaalregelen en alternatieve technieken van de schuldeiserbescherming*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 52, nr. 83.
56. H. CULOT en M. VAN BUGGENHOUT, "Droit européen des sociétés: vers une réforme du 'capital'?", *JTDE* 2007, 196, nr. 14; L. ENRIQUES en L. MACEY, "Creditors *versus* Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules", *Cornell Law Review* 2001, p. 1186.
57. D. BRULOOT, *Vennootschapskapitaal en schuldeisers. Een onderzoek naar de effectiviteit van de (Europese) kapitaalregelen en alternatieve technieken van de schuldeiserbescherming*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 52, nr. 82.
58. Art. 17, 1. tweede richtlijn 2012. Art. 320, § 1, eerste lid W.Venn. voor de BVBA en art. 617, eerste lid W.Venn. voor de NV in het Belgisch recht.

gekenmerkt door eenvoud en vanuit historisch oogpunt meest voor de hand ligt als meetinstrument om al dan niet over te gaan tot een uitkering, is deze test toch aan enkele belangrijke tekortkomingen onderhevig[59].

47. De balanstest houdt rekening met de historische bijdragen van de aandeelhouders, de waarde van de activa zoals aangekocht op een bepaald tijdstip, en bevat een projectie van de ontwikkelingen die zich hebben voorgedaan gedurende het afgelopen boekjaar. Er wordt geen rekening gehouden met de toekomstige financiële noden van de vennootschap, noch met ontwikkelingen die hebben plaatsgevonden gedurende het lopende boekjaar zoals een uitkering van een tussentijds dividend[60]. Bovendien geven de cijfers die blijken uit de jaarrekening van het laatst afgesloten boekjaar vaak een vertekend beeld van de werkelijke vermogenstoestand van de vennootschap en kunnen ze de schuldeisers misleiden. Zo kan de op de balans weergegeven waarde van de activa intussen gedaald zijn en zal met informatie omtrent voorwaardelijke – of balansverplichtingen geen rekening (kunnen) worden gehouden gezien deze enkel in de toelichting dienen te worden opgenomen[61]. Voorts kan de projectie van het kapitaal zoals blijkt uit de jaarrekening van het laatst afgelopen boekjaar intussen gewijzigd zijn door oneigenlijke winstuitkeringen aan de aandeelhouders ten gevolge van een inkoop van eigen aandelen dan wel ten gevolge van financiële steunverlening[62]. De kapitaalregelen en de gehanteerde balans-test waarborgen niet dat de vennootschap haar schulden betaalt of verplichtingen nakomt. Dit is nu net wat de schuldeisers aanbelangt. Namelijk de mate waarin de vennootschap in staat zal zijn om haar verplichtingen na te komen voor de in het verleden aangegane verbintenissen. In de literatuur wordt geopperd om de balanstest te koppelen aan een liquiditeitstest om de beperkingen die gepaard gaan met de balanstest enigszins te ondervangen[63].

48. Tot slot worden slechts bepaalde gevallen van uitkeringen aan de aandeelhouders van de vennootschap geregeld door de tweede richtlijn 2012. Verkapte vormen van uitkeringen aan de aandeelhouders die het kapitaal aantasten kunnen nog steeds plaatsvinden. In dit verband kan onder meer de buitensporige vergoeding van bestuurders-aandeelhouders worden aangestipt.

D. Modernisering van het vennootschapsrecht

49. Door de toenemende druk op het kapitaal als schuldeiserbeschermingsmechanisme komt het eens zo onaantastbaar gewaande begrip steeds meer in het gedrang. Ter zake vormen de alternatieve wijzen van schuldeiserbescherming sinds geruime tijd het onderwerp van het kapitaaldebat.

50. Zowel de S-BVBA als de figuur, en bij uitbreiding de rol, van het kapitaal, maken onder meer het voorwerp uit van het debat dat thans wordt gevoerd met het oog op de modernisering en fundamentele hervorming van het Belgisch vennootschapsrecht. In dit verband werden enkele voorstellen geformuleerd door de Groep[64] met het oog op een structurele hervorming van het vennootschapsrecht.

51. Een eerste uitgangspunt van de Groep is om de voor de grote vennootschappen bestemde bepalingen die voortvloeien uit de tweede richtlijn 2012 (voorheen tweede vennootschapsrichtlijn), enkel voor te behouden voor de NV. Zoals eerder aangehaald strekt het toepassingsgebied van de tweede richtlijn 2012 (voorheen tweede vennootschapsrichtlijn) zich enkel uit tot de grote vennootschappen. Ongelukkigerwijs had de wetgever bij de omzetting van deze richtlijn naar het Belgisch recht, ervoor gekozen om de bepalingen inzake kapitaal in de besloten vennootschap af te stemmen op de voor de grote vennootschappen toepasselijke bepalingen. Eén van de voorstellen met het oog op de hervorming van het Wetboek van Vennootschappen is dan ook om af te stappen van voormelde uitbreiding en om terug te keren naar de oorspronkelijke eigenheid van de NV, waar het belang van kapitaal en de vorming ervan centraal staat. De identiteit van de geldschieters is van ondergeschikt belang. De kwalificatie als grote vennootschap zou gebaseerd zijn op een cijfermatig criterium.

52. Ten tweede kunnen de door de Groep geformuleerde voorstellen onder meer in verband worden gebracht met de ontwikkelingen in het kader van de *light vehicle competition* ingevolge de rechtspraak van het Europees Hof van Justitie, en het debat omtrent de kapitaalplicht. In navolging van voorgaande Europese ontwikkelingen, die gepaard gaan met een regelgevende competitie tussen de lidstaten, stelt de

59. D. BRULOOT, *Vennootschapskapitaal en schuldeisers. Een onderzoek naar de effectiviteit van de (Europese) kapitaalregelen en alternatieve technieken van de schuldeiserbescherming*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 662, nr. 982.

60. M. WYCKAERT en F. PARREIN, "Kapitaal: een mythe van kapitaal belang?" in *Overzicht nieuwe wetgeving vennootschappen 2007-2011*, Kalmthout, Biblo, 2011, 79, nr. 26.

61. D. BRULOOT, *Vennootschapskapitaal en schuldeisers. Een onderzoek naar de effectiviteit van de (Europese) kapitaalregelen en alternatieve technieken van de schuldeiserbescherming*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 664, nr. 983.

62. M. WYCKAERT en F. PARREIN, "Kapitaal: een mythe van kapitaal belang?" in *Overzicht nieuwe wetgeving vennootschappen 2007-2011*, Kalmthout, Biblo, 2011, 79, nr. 26.

63. D. BRULOOT, *Vennootschapskapitaal en schuldeisers. Een onderzoek naar de effectiviteit van de (Europese) kapitaalregelen en alternatieve technieken van de schuldeiserbescherming*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 726, nrs. 1070 *et seq.*

64. De Groep is een groep van academici van nagenoeg alle Belgische rechtsfaculteiten die actief zijn in het vennootschapsrecht en zich, op initiatief van Guy HORSMANS en Koen GEENS, hebben verenigd onder de koepel van het Belgisch Centrum voor Vennootschapsrecht, teneinde een aantal voorstellen te formuleren om te komen tot een structurele hervorming van het vennootschapsrecht. Zie eveneens in dit verband: H. DEWULF, "Naar een grondige herdenking van het Belgisch vennootschapsrecht: het Belgisch Centrum voor Vennootschapsrecht vraagt uw mening! Vers une refonte globale du droit des sociétés belge: le Centre belge du droit des sociétés demande votre avis!", *TBH* 2014, 819-823.

Groep een verregaande flexibilisering voor met betrekking tot het BVBA-recht. Zo wil men de BVBA aantrekkelijk maken voor alle ondernemingen. Deze flexibilisering en vereenvoudiging zou de vennoten van de BVBA in staat moeten stellen om, zowel op intern als extern vlak, de vennootschapsstructuur in grote mate zelf in te vullen. De door de Groep voorgestelde BVBA zou, in zekere mate, gelijkaardig zijn aan de Franse SARL, de Europese SPE (in ontwerp) en de Nederlandse BV, zonder evenwel een kopie hiervan te zijn[65]. Eveneens stelt de Groep een afschaffing van het kapitaal voor in de besloten vennootschap[66]. De kapitaalverplichtingen in de NV blijven, ingevolge de tweede richtlijn 2012, onverkort van toepassing. De flexibilisering en afschaffing van het kapitaal zorgt er meteen voor dat het bestaan van de S-BVBA, als variant op de BVBA, volledig overbodig wordt. Gelet op het uitgebleven succes van de S-BVBA en de niet-geslaagde wetswijziging, lijkt de afschaffing van de S-BVBA een aangewezen zaak.

53. Het gevolg van de afschaffing van de kapitaalplicht in de BVBA heeft onvermijdelijk een invloed op alle regels die verband houden met het kapitaal in de BVBA[67]. Door de afschaffing van het kapitaal, zal de bescherming van de schuldeisers op een andere wijze dienen te worden ingevuld.

E. Alternatieve wijzen van schuldeiserbescherming

54. Het laatste deel beoogt een beknopt overzicht te geven van alternatieve wijzen van schuldeiserbescherming, zonder evenwel een exhaustieve opsomming hiervan te zijn. Voor een uitgebreide uiteenzetting en grondige analyse in dit verband, wordt verwezen naar het doctoraatsonderzoek van D. Bruloot[68].

55. Eén van de alternatieve wijzen van schuldeiserbescherming is de bescherming die schuldeisers contractueel kunnen afdwingen[69]. Contractueel kunnen schuldeisers, naar gelang de specifieke omstandigheden, een aangepaste rentevoet bedingen of *loan covenants* in een kredietovereenkomst voegen[70]. Deze overeenkomsten (*i.e. covenants*) kunnen ervoor zorgen dat de kredietnemer gehouden is tot het stellen van een bepaalde handeling, dan wel tot het onthouden ervan. De niet-nakoming van dergelijke *covenants* houdt een contractuele wanprestatie in wat de vervroegde opeisbaarheid van de schuld met zich meebrengt.

56. Enerzijds kan de vennootschap ingevolge de *covenant* gehouden zijn tot (i) de tijdige betaling, (ii) het aangaan van een verzekering of (iii) de naleving van de op de vennootschap toepasselijke wetgeving. Anderzijds kan een *covenant* de vennootschap verbieden om bepaalde handelingen te stellen zoals (i) het verkopen van bepaalde activa, (i) het aangaan van bepaalde schulden, (iii) het vestigen van zekerheden of (iv) uitkeringen aan de aandeelhouders, behoudens voorafgaande (schriftelijke) toestemming van de schuldeiser-kredietgever[71]. *Covenants* beogen de schuldeiser-kredietgever in zekere mate controle te geven, teneinde het risico op wanbetaling te beperken.

Bovendien kunnen schuldeisers bij het contracteren bepaalde (bijkomende) zekerheden in de overeenkomst laten opnemen zoals onder meer een pand of pand op handelszaak.

57. De mate waarin schuldeisers bescherming contractueel kunnen afdwingen gaat uit van een veronderstelling dat de samenstelling van de groep van schuldeisers homogeen is, *quod* kennelijk *non*. Zo kan een algemeen onderscheid worden gemaakt tussen (i) *adjusting* en (ii) *non-adjusting creditors*[72]. *Adjusting creditors* zijn schuldeisers die onder meer door schaalvoordelen voldoende *leverage* hebben om de voorwaarden van de overeenkomst te bepalen, dan wel aan te passen. De meest voor de hand liggende *adjusting creditor* is een bank. Doch hebben niet alle schuldeisers het geluk om in dergelijke positie te vertoeven. *Non-adjusting creditors* zijn schuldeisers die niet bij machte zijn om de voorwaarden van de overeenkomst aan te passen, zoals slachtoffers van een onrechtmatige daad of, vaak, leveranciers. Voorts kunnen schuldeisers naast de voormelde classificatie nog verder worden onverdeeld in vrijwillige *vs.* onvrijwillige, sterke *vs.* zwakke en *sophisticated vs. unsophisticated* schuldeisers. Deze verdere onderverdeling en toelichting hiervan valt buiten het opzet van onderhavig artikel.

---

65. O. CAPRASSE en M. WYCKAERT, "Beperking van het aantal vennootschapsvormen: waarheen met de kapitaalvennootschappen (NV, BVBA, CV)?" in *De modernisering van het vennootschapsrecht*, Brussel, Larcier, 2014, 74, nr. 11.
66. O. CAPRASSE en M. WYCKAERT, "Beperking van het aantal vennootschapsvormen: waarheen met de kapitaalvennootschappen (NV, BVBA, CV)?" in *De modernisering van het vennootschapsrecht*, Brussel, Larcier, 2014, 81, nr. 18.
67. Voor een niet-exhaustieve opsomming van de regels waarop de afschaffing van het kapitaal een invloed zou hebben wordt verwezen naar randnr. 17 van O. CAPRASSE en M. WYCKAERT, "Beperking van het aantal vennootschapsvormen: waarheen met de kapitaalvennootschappen (NV, BVBA, CV)?" in *De modernisering van het vennootschapsrecht*, Brussel, Larcier, 2014.
68. D. BRULOOT, *Vennootschapskapitaal en schuldeisers. Een onderzoek naar de effectiviteit van de (Europese) kapitaalregelen en alternatieve technieken van de schuldeiserbescherming*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 824 p.
69. J. PAYNE, "Legal capital in de UK following the Companies Act 2006" in J. ARMOUR en J. PAYNE (eds.), *Rationality in company law: Essays in honour of DD Prentice*, Oxford, Hart Publishing, 2008, 137.
70. D. BRULOOT, *Vennootschapskapitaal en schuldeisers. Een onderzoek naar de effectiviteit van de (Europese) kapitaalregelen en alternatieve technieken van de schuldeiserbescherming*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 383, nr. 555.
71. L. ENRIQUES en L. MACEY, "Creditors *versus* Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules", *Cornell Law Review* 2001, p. 1188.
72. J. ARMOUR, "Legal Capital: An Outdated Concept?", *EBOR* 2006, 4, nr. 3.

58. Door de heterogeniteit tussen de verschillende soorten schuldeisers, is de contractuele bescherming alleen niet voldoende. De *non-adjusting* (o.m. zwakke en onvrijwillige) schuldeisers zijn niet in staat om hun belangen afdoende contractueel te beschermen, doordat bijvoorbeeld de transactiekosten die gepaard gaan met het afdwingen van de contractuele bescherming te hoog zijn. Daarom bestaan er een aantal andere *ex post*-alternatieven dewelke kunnen worden aangewend ter bescherming van de vennootschapsschuldeisers.

59. In dit verband kan als aanvulling op de contractuele bescherming van de schuldeisers, de doorbraak van de rechtspersoonlijkheid of *piercing of the corporate veil*[73] worden aangestipt. Deze techniek voorziet dat de beperkte aansprakelijkheid waarvan de aandeelhouders genieten wordt opgeheven in de gevallen die kunnen worden bepaald door de wetgever of rechter. Traditioneel wordt de figuur aangewend in geval van opzettelijke onderkapitalisatie van de vennootschap door de aandeelhouders ten nadele van de schuldeisers. Bijgevolg zullen de aandeelhouders met hun gehele privévermogen aansprakelijk zijn voor de vorderingen van de schuldeisers jegens hen indien besloten zou worden om de beperkte aansprakelijkheid van de aandeelhouders op te heffen. Voor wat betreft de S-BVBA, voorziet de wetgever vanaf het 4de jaar na oprichting een aansprakelijkheid van de vennoten ten belope van het verschil tussen het kapitaal van de vennootschap en 18.550 EUR, zijnde het minimumkapitaal van een gewone BVBA (art. 214, § 2, derde lid W.Venn.). In het laatste geval houdt dit in dat de vennoten van de S-BVBA zich zullen bevinden in, wat betreft de (weliswaar beperkte) *piercing of the corporate veil*, een situatie alsof ze een gewone BVBA hebben opgericht.

60. Een bijkomend alternatief is de figuur van de *equitable subordination of shareholder loans*. De figuur van achterstelling van schuld van de aandeelhouders vindt voornamelijk zijn oorsprong in de Amerikaanse en Duitse rechtsstelsels[74]. Indien de vennootschap wordt geconfronteerd met insolventie ingevolge een onderkapitalisatie door de aandeelhouders, kan besloten worden tot de invereffeningstelling van de vennootschap dan wel tot de verzetting van de activiteiten. In het laatste geval zullen de aandeelhouders een bijdrage leveren. Gelet op de rangorde van schuldeisers in geval van insolventie zullen de aandeelhouders ervoor opteren de vennootschap bij te staan door middel van een lening in plaats van een kapitaalinjectie[75]. Om dit te voorkomen voorziet de figuur van *equitable subordination* dat de door de aandeelhouders toegekende lening wordt gekwalificeerd als *equity* ingeval de toekenning van de lening *inequitable*[76] zou zijn. Bijgevolg wordt de vordering achtergesteld ten aanzien van de vordering die *bona fide*-schuldeisers hebben op de vennootschap. De invulling van de term *inequitable* wordt door de rechtspraak gedaan[77]. De techniek van achterstelling van schuld van de aandeelhouders als schuldeiserbeschermingsmechanisme wordt als mogelijk efficiënt alternatief gezien doordat deze achterstelling zal voorkomen dat aandeelhouders beslissen dat de vennootschap meer risicovolle projecten dient aan te gaan ingeval de vennootschap de insolventie nabij is[78].

61. Tot slot werd de figuur gekend in het Engels recht als *wrongful trading* met groot enthousiasme onthaald als alternatieve wijze van schuldeiserbescherming. De troeven van de figuur in geval van een nakende insolventie werden bijgevolg ook erkend door de *High Level Group*, en werd naar voor geschoven als voorbeeld voor een gelijkaardige Europese regeling in dit verband[79]. Met de figuur van *wrongful trading* wil men dat bestuurders van een vennootschap die de insolventie nabij is, rekening zullen houden met de belangen van de schuldeisers. Om w*rongful trading*, en haar achterliggende *ratio*, te begrijpen dient men te kijken naar de belangenconflicten die zich kunnen voordoen tussen (i) de aandeelhouders en het bestuur en (ii) de aandeelhouders en schuldeisers.

62. Een conflict tussen de aandeelhouders en bestuurders zal plaatsvinden in geval van een overinvestering. Het probleem dat zich stelt is het volgende. Volgens de *free cash flow theory* van Jensen zal het probleem van overinvestering zich (sneller) manifesteren indien een vennootschap geen groeikansen heeft of een grote vrije kasstroom genereert[80]. In dit geval zullen de belangen van de bestuurders en de aan-

73. Voor een kritische analyse met betrekking tot de *piercing of the corporate veil* wordt verwezen naar het doctoraatsonderzoek van V. SIMONART, *La personnalité morale en droit privé comparé*, Brussel, Bruylant, 1995, 457-561, nrs. 524-646.
74. *Cf. Re Autostyle Plastics* (6th Cir. 2001), 269 F.3d in de Verenigde Staten van Amerika en de leer van de *eigenkapitalersatz* zoals gecodifieerd in de *GmbH-Novelle 1980* in Duitsland.
75. A. CAHN, "Equitable Subordination of Shareholder Loans?", *EBOR* 2006, p. 288.
76. D. BRULOOT, *Vennootschapskapitaal en schuldeisers. Een onderzoek naar de effectiviteit van de (Europese) kapitaalregelen en alternatieve technieken van de schuldeiserbescherming*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 610, nr. 879.
77. In dit verband werd door het Amerikaanse *Sixth Circuit* in *Re Autostyle Plastics* (6th Cir. 2001), 269 F.3d een *eleven factor-test* ontwikkelt. Met deze 11 factoren dient rekening te worden gehouden om te besluiten tot een herkwalificatie van de schuld als *equity*. Een *thirtheen-factor-test* werd toegepast in door de *Tenth Circuit* in *re Hedged-Investments Assoc., Inc.* (10th Cir. 2004), 380 F.3d en de *Eleventh Circuit* in *N&D Properties, Inc.* (11th Cir. 1986), 799 F.2d. Deze test is in grote mate gelijkaardig aan de test ontwikkeld door de *Sixth Circuit*.
78. P. MÜLBERT, "A Synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection-or: A High-Level Framework for Corporate Creditor Protection", *EBOR* 2006, p. 42.
79. *Report of the High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Brussel, 4 november 2002, p. 68.
80. M.C. JENSEN, "Agency Costs and Free Cash Flow", *American Economic Review* 1986, p. 323-324.

deelhouders niet op dezelfde lijn liggen[81]. Om dit te verhelpen zullen de aandeelhouders ervoor zorgen dat de vennootschap vrijwillig schuldfinanciering aangaat. Schuldfinanciering heeft een disciplinaire rol en zal ervoor zorgen dat de beslissingsvrijheid van het bestuur beperkt wordt wat betreft het aanwenden van deze vrije kasstroom. Immers, bestuurders hebben geen keuzevrijheid inzake het al dan niet betalen van interesten op de schuldfinanciering. Aldus kunnen aandeelhouders door schuldfinanciering het risico op overinvestering reduceren.

63. Door schuldfinanciering ontstaat er een ander conflict. Schuldfinanciering brengt kosten met zich mee, zoals interesten, dewelke de aanleiding is voor het probleem van onderinvestering zoals beschreven door Myers[82]. Althans, indien geïnvesteerd wordt in een project met een positieve netto contante waarde, zullen de hieruit voortvloeiende opbrengsten moeten worden verdeeld onder de schuldeisers en de aandeelhouders, doch zullen de kosten die met de schuldfinanciering gepaard gaan volledig worden gedragen door de aandeelhouders. Hierdoor is de kans groot dat de aandeelhouders het investeringsproject aan zich voorbij zullen laten gaan.

64. Bovendien wordt het conflict tussen de aandeelhouders en de schuldeisers in geval van een mogelijke insolventie uitgediept door de beperkte aansprakelijkheid waarvan de aandeelhouders genieten. Aandeelhouders kunnen niet meer verliezen dan hun inbreng in de vennootschap. Door een nakende insolventie en het verdwijnen van de eigen vermogenswaarde van het kapitaal zullen de aandeelhouders en de bestuurders, die handelen in het belang van deze laatste, ervoor kiezen om te investeren in risicovolle projecten met een negatieve netto constante waarde[83]. Dergelijke risicovolle projecten hebben een beperkte slaagkans en een grote kans op falen. Desondanks zullen aandeelhouders en bestuurders geneigd zijn om in geval van een nakende insolventie toch in dergelijke projecten te investeren doordat de kosten die gepaard gaan met het falen van het project volledig kunnen worden afgewenteld op de schuldeisers. Omgekeerd zullen de aandeelhouders de grootste begunstigden zijn van de potentiële meerwaarde in geval van succes van het project. Dit fenomeen is gekend als *gambling for resurrection*[84].

65. Ingevolge bovenstaande dient de figuur van *wrongful trading* te worden gezien als mechanisme om de belangen van de schuldeisers te beschermen ingeval vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid worden geconfronteerd met een nakende insolventie. De figuur beoogt te voorzien dat de bestuurders niet enkel handelen in het belang van de aandeelhouders, maar eveneens met de belangen van de schuldeisers rekening houden. Hierdoor zullen bestuurders aansprakelijk kunnen worden gesteld indien blijkt dat zij niet al het mogelijke hebben gedaan om de gebeurlijke verliezen van de schuldeisers te beperken indien vanaf een bepaald tijdstip (*i.e. moment of truth*) duidelijk was dat de deficitaire vereffening van de vennootschap onafwendbaar was[85]. De vergoeding die de schuldeisers zullen ontvangen ingevolge een veroordeling van de bestuurders heeft dus een *ex post*-werking. Bovendien mag de aanzienlijke *ex ante*-werking van de figuur niet uit het oog worden verloren. De *wrongful trading*-bepalingen zorgen ervoor dat de bestuurders met de belangen van de schuldeisers, voorafgaand aan de insolventie, rekening zullen houden teneinde een mogelijke aansprakelijkheidsveroordeling te vermijden.

66. Overigens sluit de veroordeling tot aansprakelijkheid die de bestuurders ingevolge *wrongful trading* oplopen niet uit dat deze andere bijkomende veroordelingen oplopen zoals een *disqualification* overeenkomstig *section 1* en *2* van de *Company Directors Disqualification Act 1986*.

67. Ondanks de figuur van *wrongful trading* met groot enthousiasme werd onthaald, wordt deze evenwel met enkele beperkingen geconfronteerd. Zo wordt onder meer aangestipt dat de figuur slechts in een beperkt aantal gevallen werd toegepast door de beperkte draagwijdte ervan. Enkel handelingen van de bestuurders gesteld na de vaststelling dat de deficitaire vereffening onafwendbaar is, worden geviseerd[86]. Anderzijds wordt aangehaald dat het in de realiteit moeilijk te bepalen is op welk tijdstip de deficitaire vereffening van de vennootschap onafwendbaar is en dat de bewoordingen van het leerstuk vaag zijn[87].

---

81. Namelijk, de maximalisatie van aandeelhouderswaarde stemt niet noodzakelijk overeen met de belangen van de bestuurders. Bestuurders zullen de vrije kasstroom die gegenereerd wordt voor eigen doeleinden willen aanwenden en deze willen gebruiken als financiering voor de verdere expansie van de vennootschap. Voor de aandeelhouders is het echter belangrijk dat de vrije kasstroom wordt aangewend ter uitkering van dividenden of gereserveerd wordt met het oog op een waardestijging van de aandelen.

82. S. MYERS, "Determinants of Corporate Borrowings", *Journal of Financial Economics* 1977, p. 154-155.

83. C. KUHNER, "The future of creditor protection through capital maintenance rules in European company law-An economic perspective" in M. LUTTER (ed.), *Legal Capital in Europe*, ECFR Special Volume 1, 2006, p. 352.

84. C. KUHNER, "The future of creditor protection through capital maintenance rules in European company law-An economic perspective" in M. LUTTER (ed.), *Legal Capital in Europe*, ECFR Special Volume 1, 2006, p. 352 en D. BRULOOT, *Vennootschapskapitaal en schuldeisers. Een onderzoek naar de effectiviteit van de (Europese) kapitaalregelen en alternatieve technieken van de schuldeiserbescherming*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 505, nr. 735.

85. D. BRULOOT, *Vennootschapskapitaal en schuldeisers. Een onderzoek naar de effectiviteit van de (Europese) kapitaalregelen en alternatieve technieken van de schuldeiserbescherming*, Antwerpen, Intersentia, 2014, nrs. 741-745.

86. D. BRULOOT, *Vennootschapskapitaal en schuldeisers. Een onderzoek naar de effectiviteit van de (Europese) kapitaalregelen en alternatieve technieken van de schuldeiserbescherming*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 535, nr. 776.

87. D. BRULOOT, *Vennootschapskapitaal en schuldeisers. Een onderzoek naar de effectiviteit van de (Europese) kapitaalregelen en alternatieve technieken van de schuldeiserbescherming*, Antwerpen, Intersentia, 2014, p. 534 *et seq.*

68. De Belgische equivalent van voormelde figuur waarnaar buitenlandse commentatoren verwijzen is de bijzondere bestuursaansprakelijkheid in geval van faillissement van de vennootschap overeenkomstig artikel 530 W.Venn. Desondanks is dit niet de enige manier op grond waarvan bestuurders in België aansprakelijk zouden kunnen worden gesteld in geval van een deficitaire voorzetting van de activiteiten van de vennootschap indien het duidelijk is dat het faillissement van de vennootschap onafwendbaar is. Zo kunnen vennootschapsbestuurders eveneens aansprakelijk worden gesteld wegens een inbreuk op (i) de algemene bestuursplicht overeenkomstig artikel 527 W.Venn. en (ii) de algemene zorgvuldigheidsnorm overeenkomstig artikel 1382 BW.

69. De voormelde figuur van *wrongful trading* en haar equivalent in België (*supra*, nr. 68) tracht ervoor te zorgen dat de bestuurders niet enkel met de belangen van de aandeelhouders rekening zullen houden, maar eveneens de belangen de schuldeisers in acht nemen. Dit vereist uiteraard een aanpassing van de thans gehanteerde invulling van het begrip vennootschapsbelang, zoals onderschreven door het Hof van Cassatie in zijn arrest van 28 november 2013[88]. De stelling ingenomen door het Hof van Cassatie is dat het vennootschapsbelang dient te worden gezien als het collectief winstbelang van de huidige en toekomstige aandeelhouders. Deze stelling lijkt juist het omgekeerde effect teweeg te brengen dan wat wordt beoogd met de voormelde leerstukken: namelijk dat bestuurders enkel zullen handelen in het belang van de aandeelhouders. In dergelijke constellatie wordt het risico op *gambling for resurrection* uiteraard in de hand gewerkt.

V. BESLUIT

70. In deze bijdrage werd een uitzetting gegeven van de meest recente en nieuwe vennootschapsmodaliteit in het vennootschapsrecht en de aanpassingen hieraan in het licht van Europese ontwikkelingen in dit verband.

71. De rechtspraak van het Europees Hof van Justitie[89] bevestigt en onderstreept de vrijheid van vestiging van onderneming, en bijgevolg dat lidstaten buitenlandse ondernemingen dienen te erkennen. Deze rechtspraak is ook relevant voor het debat met betrekking tot de kapitaalplicht. Zo stelt de Deense directie van handel en vennootschappen dat de minimumkapitaalplicht de bescherming van alle [openbare of particuliere] schuldeisers voor ogen heeft[90]. Echter erkent en onderstreept het Hof van Justitie dat er alternatieve maatregelen kunnen worden genomen "*die minder ingrijpend zijn of die fundamentele vrijheden minder aantasten*"[91].

72. Tot slot tracht deze bijdrage de tekortkomingen van de vigerende kapitaalverplichtingen als schuldeiserbescherming aan te duiden, en worden vervolgens enkele alternatieve en efficiënte wijzen van schuldeiserbescherming uiteengezet, die zouden kunnen worden aangewend indien het kapitaal zou worden afgeschaft.

88. Cass. 28 november 2013, C.12.0549.N.
89. Zie vn. 4.
90. HvJ 9 maart 1999, C-212/97, *Centros Ltd / Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*, *Jur.* 1999, I-1459, para 32.
91. HvJ 9 maart 1999, C-212/97, *Centros Ltd / Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*, *Jur.* 1999, I-1459, para 37.