

**ZIJN BLIJVENDE VERSCHILLEN TUSSEN NV  
EN BV GERECHTVAARDIGD?**

**WP 2022-06**

Hans De Wulf

Financial Law Institute

**Working Paper Series**





WP 2022-06

Hans De Wulf

Zijn blijvende verschillen tussen NV en BV gerechtvaardigd?

### Abstract

Deze bijdrage zal in de eerste helft van 2022 verschijnen in TRV-RPS, in een nummer waarin een vijftal bestuurders van het Belgisch Centrum voor vennootschapsrecht hun mening geven over de vraag op welke punten het WVV misschien minder opportune keuzes heeft gemaakt/reeds voor wijziging in aanmerking zou komen. Elke auteur heeft een verschillend thema uitgekozen, in mijn geval de vraag of de verschillen in wetgeving tussen BV en NV gerechtvaardigd zijn.

Ik argumenteer dat de verschillen in de winstuitkeringsregels voor BV en NV niet gerechtvaardigd zijn, en dat men met name ook voor de NV een schriftelijke liquiditeitstest in de wet had moeten inschrijven. Daarnaast bespreek ik enkele kleinere ongerechtvaardigde verschillen (bv. waarom geen duaal bestuur toelaten in de BV ?) en stel ik vragen bij de afbakening tussen de vennootschapsvormen, waarbij ik bv. ook kritiek heb op het eenhoofdig bestuur bij de NV.

The author welcomes your comments at [hans.dewulf@ugent.be](mailto:hans.dewulf@ugent.be)

The final version of this paper will be published in *TRV-RPS*

The entire working paper series can be consulted at [www.fli.ugent.be](http://www.fli.ugent.be)



## ZIJN DE BLIJVENDE VERSCHILLEN TUSSEN NV EN BV GERECHTVAARDIGD ?

HANS DE WULF

UGent, Financial Law Institute

### Inleiding: de centrale stelling samengevat

De vraag die in deze bijdrage centraal staat is of de beperkte verschillen in dwingende regels die na de invoering van het WVV nog bestaan tussen NV en BV, gerechtvaardigd zijn en, daaraan gekoppeld, of het überhaupt wel nodig was BV en NV als aparte rechtsvormen te behouden.

De essentie van ons antwoord luidt als volgt: het behoud van NV en BV als aparte rechtsvormen is gerechtvaardigd omdat er nood was en is aan een vehikel met beperkte aansprakelijkheid en, eventueel, vrij overdraagbare aandelen, dat toch niet geplaagd wordt door kapitaalvoorschriften, waaraan de NV door de EU gedwongen onderworpen wordt<sup>1</sup>. Met het WVV wou men in wezen de BVBA tot een kapitaallose NV omvormen<sup>2</sup>. Vanuit die optiek is het evenwel niet gerechtvaardigd dat winstuitkeringen moeilijker zijn in de BV dan in de NV- en met meer risico's verbonden voor zowel bestuurders als aandeelhouders- en zou een dual georganiseerd bestuur ook in de BV op het menu moeten staan (terwijl dit naar huidig recht verboden is). Een eventuele hervorming op dit punt zou er evenwel niet in mogen bestaan de voor de BV unieke beperkingen aan winstuitkeringen- zoals de verplichte liquiditeitstest<sup>3</sup>- af te schaffen. Veeleer zouden die innovaties naar de NV moeten uitgebreid worden, ook al zou "de praktijk" daar niet gelukkig mee zijn. De bestaansreden van de kapitaalregels in de NV is immers in sterk overwegende mate gelegen in de wens schuldeisers te beschermen (en is daarnaast een klein beetje bedoeld om zwakkere of minder goed geadviseerde aandeelhouders tegen hun sterkere zakenpartners en hun eigen contractsvrijheid te beschermen<sup>4</sup>). Een innovatie zoals een schriftelijke liquiditeitstest is eveneens bedoeld om vennootschapsschuldeisers te beschermen -en vult één van de grootste leemtes in het

---

<sup>1</sup> Door de "Tweede richtlijn" (1976), nu de art. 44 -86 van Richtlijn (EU) 2017/1132 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 aangaande bepaalde aspecten van het vennootschapsrecht *OJ L 169, 30.6.2017, p. 46–127*.

<sup>2</sup> Zie Memorie van Toelichting bij het WVV, *Parl. St.* 54-3119/001 p. 11.

<sup>3</sup> Art. 5: 143 WVV.

<sup>4</sup> Bv. de regel dat een inbreng in natura die vergoed wordt met kapitaalaandelen, aan waarderingscontrole door een revisor onderworpen is, is niet alleen bedoeld om schuldeisers tegen overwaardering te beschermen, maar helpt ook de ene aaneelhouder tegen de andere te beschermen: wanneer één oprichter cash inbrengt en daarvoor 100 aandelen ontvangt, en een andere oprichter doet een inbreng in natura van een goed dat objectief veel minder waard is dan de cash inbreng van de reeste oprichter, maar zou daarvoor even veel aandelen (100) bedongen hebben als de eerste oprichter, dan kan het revisorale verslag ook de "naïeve" oprichter waarschuwen dat zijn partner zichzelf probeert te bevoordelen, ten nadele van de cash inbrenger. Uiterard kolmt het voor dat ongeijke behandeling geen gevolg is vande naïviteit van één vande oprichters, maar een bewuste keuze van beiden waarmee zij beiden met vole kennis van zaken mee instemen;



Europees geharmoniseerde deel van het kapitaalbeschermingsrecht. Het zou dus logisch geweest zijn die test ook op de NV toe te passen. Het argument dat de NV al voldoende beschermende regels kent via de kapitaalvoorschriften snijdt geen hout, precies omdat die kapitaalvoorschriften een groot gat in het midden hebben bij gebrek aan liquiditeitstest. In werkelijkheid heeft men de liquiditeitstest niet naar de NV uitgebreid om de politieke reden dat men in een hervorming die “flexibiliteit” hoog in het vaandel voerde, de NVs geen zwaardere verplichtingen dan vroeger wou opleggen<sup>5</sup>. Het resultaat is wel dat de wetgever een andere doelstelling, de BV tot de vennootschapsvorm maken voor alle behalve de allergrootste ondernemingen, zelf ondergraaft, door een concurrentieel nadeel voor de BV te creëren.

Naast kapitaal-en winstuitkeringsregels, verschillen BV en NV ook inzake governancestructuur, vooral dan op gebied van de bestuursmodellen die zij kunnen kiezen. Dit is gedeeltelijk verantwoord vanuit de vaststelling dat de NV nog steeds een in essentie open vennootschap is, waar de aandelenoverdracht steeds min of meer vrij kan gebeuren, terwijl BVs weliswaar juridisch open kunnen zijn, maar *de facto* doorgaans besloten zullen zijn. Het is wenselijk vennootschappen die een ruim investeerderspubliek aanspreken aan andere, *dwingende*, governance-regels te onderwerpen dan besloten vennootschappen. Met name wanneer er veel minderheidsaandeelhouders zijn, en een grote afstand tussen die aandeelhouders en het management en/of bestuur van de vennootschap, moet dat bestuur anders geregeld worden, met voorschriften die dwingende belangen van de “gewone”, niet-controlerende aandeelhouder beschermen. Maar dit rechtvaardigt niet het toepassingsgebied van zulke afwijkende dwingende governance-regels te bepalen aan de hand van de gekozen *rechtsvorm*, en dat is wel wat het WVV (zoals ook eerdere Belgische wetgeving) doet. Veeleer had men moeten verbieden dat BVs genoteerd werden<sup>6</sup>, en voor het overige een grondige denkoefening maken over de vraag of het mogelijk is om de vennootschappen die dwingend aan versterkte governance-regels onderworpen worden, anders af te bakenen dan aan de hand van de concepten genoteerde vennootschap en organisatie van openbaar belang. De ervaringen met het concept “publiek beroep op het spaarwezen” stemden evenwel van in het begin pessimistisch over de slaagkansen van dergelijke denkoefening<sup>7</sup>.

## 1. De belangrijkste blijvende verschillen tussen BV en NV opgelijst

Een van de centrale doelstellingen van de hervorming die tot het WVV leidde was de BVBA te flexibiliseren.<sup>8</sup> Een deel van de starheid van het BVBA-recht was van puur Belgische makelij. Terwijl het begrijpelijk is dat men in een besloten vennootschapstype de aandelen niet vrij overdraagbaar wil maken -dat ligt als het ware in de definitie van besloten vennootschap vevat- was de verplichte volledige gelijkbehandeling van alle aandelen- in die zin dat zij allen

---

<sup>5</sup> Zie, meer omfloerst (verwijzend naar de kapitaalverplichtingen bij de NV) Memorie van Toelichting, *Parl. St.* 54-3119/001 p. 180, toelichting bij art. 5:143 *in fine*.

<sup>6</sup> Over de vraag of de regelgeving voor de genoteerde BV kan werken, zie Th. Cruysmans, “La SRL cotée en bourse va-t-elle fonctionner en pratique?”, *TRV-RPS* 2020, 374.

<sup>7</sup> Daarover H. De Wulf en X. Dieux, “Publieke versus besloten vennootschappen: de noodzaak aan rationalisatie en vereenvoudiging van de regulering” in BCV (ed.), *De modernisering van het vennootschapsrecht*, Brussel, Larcier, 2014, 91.

<sup>8</sup> Memorie van Toelichting, *Parl. St.* 54-3119/001, p. 12.



exact gelijke winst-en stemrechten moesten geven- toch wel excessief<sup>9</sup>. Het WVV betekent op dat vlak een totale ommekeer: het uitgangspunt blijft dat BV-aandelen slechts beperkt overdraagbaar zijn, maar de statuten kunnen de aandelen ook volledig vrij overdraagbaar maken, en de BV-aandelen mogen zelfs genoteerd worden<sup>10</sup>. Teneinde in de *light vehicle competition* competitief te blijven en mede in een poging om de Belgische BV even aantrekkelijk te maken als de Nederlandse flex-BV, werd ook alle goldplating van Europese regels zoveel mogelijk teruggedraaid: veel regels uit Europese richtlijnen die alleen op de NV toepasselijk waren, waren door de Belgische wetgever ook op de BVBA toepasselijk gemaakt, en met het WVV werd die beleidskeuze volledig teruggedraaid<sup>11</sup>. De radicaalste stap daarbij was de afschaffing van het kapitaal als concept bij de BV<sup>12</sup>. Uiteraard kon men bij de NV niet in dezelfde mate flexibiliseren, precies omdat er dwingend Europese regels op de NV van toepassing waren, in het bijzonder de kapitaalbeschermingsregels.<sup>13</sup>

Welke verschillen bestaan er nog tussen de NV en BV?

Vooreerst zijn **NV-aandelen steeds in wezen vrij overdraagbaar, terwijl de BV de overdraagbaarheid van aandelen statutair kan regelen**, gaande van een besloten systeem waarbij elke overdracht toestemming van vennoten (of anderen zoals het bestuur) vereist tot een volledig vrije overdraagbaarheid en desnoods notering.

**Ten tweede heeft de BV geen kapitaal meer**, alleen nog ingebracht eigen vermogen<sup>14</sup> (dat statutair onuitkeerbaar kan gemaakt worden indien de vennootschap dat wenst) terwijl de NV aan de Europese kapitaalvoorschriften onderworpen blijft. De afschaffing van het kapitaal bij de BV is evenwel niet gepaard gegaan met een verzwakking van de schuldeisersbescherming. Veleer is die versterkt door de invoering van regels die vaak inzetten op een verhoogde verantwoordelijkheid van de bestuurders, zoals de nieuwe liquiditeitstest bij dividenduitkeringen.

Ten gevolge van de blijvende toepasselijkheid van de Europese kapitaalvoorschriften, kan een *inbreng van nijverheid* bij een NV niet met gewone aandelen, die bij de NV immers kapitaal aandelen zijn, vergoed worden. Bij de BV kan de inbreng van nijverheid zonder

---

<sup>9</sup> Zie ook in die zin E. De Bie, "Waarom bestaande NV's (niet) voor de BV-vorm moeten kiezen, *TRV* 2020/4, p. 419., die tevens een goed overzicht van de voornaamste verschillen tussen BV en NV onder het WVV geeft en op basis daarvan tot de conclusie komt die wordt weergegeven in de titel van zijn artikel.

<sup>10</sup> Zie art.5:63 e.v. WVV over overdraagbaarheid en art. 5:2 WVV voor de mogelijkheid tot notering op een gereguleerde markt. Daarover bv. H. De Wulf en M. Wyckaert, "Effecten bij BV, NV en CV: categorieën, soorten, overdracht, uitgifte en inkoop" in *het WVV doorgelicht*, Antwerpen, Intersentia, 2021, (77), 129 e.v.

<sup>11</sup> Zie opnieuw de Memorie van Toelichting, *Parl. St.* 54-3119/001, p. 6.

<sup>12</sup> Daarover *ex multis* D. Bruloot en J.M. Nelissen Grade, "Schuldeisersbescherming in de BV na de afschaffing van het kapitaal" in H. De Wulf & M. Wyckaert (eds.), *Het WVV doorgelicht*, Antwerpen, Intersentia, 2021, 45-76.

<sup>13</sup> Zie voetnoot 1.

<sup>14</sup> Zie de artt. 5:1 (geen kapitaal) en 5:3 (wel ingebracht eigen vermogen) WVV.



beperkingen gebeuren zoals bij de personenvennootschappen, zij het dat fiscale hindernissen zijn opgeworpen. Maar dit hoeft voor de NV geen probleem te zijn, aangezien de NV *winstbewijzen* mag uitgeven, wat bij de BV niet kan- winstbewijzen zijn er “onbestaanbaar”, aangezien de defintie van winstbewijs is dat het een effect is dat het kapitaal niet vertegenwoordigt (en toch recht geeft op een aleatoir deel van de winst, zoals een aandeel) , terwijl de BV geen kapitaal heeft zodat het onderscheid tussen (kapitaal)aandelen en winstbewijzen geen zin heeft<sup>15</sup>. De onmogelijkheid winstbewijzen uit te geven is voor de BV evenmin een probleem, aangezien effecten met de kenmerken van winstbewijzen ook als gewone aandelen kunnen uitgegeven worden- tenzij men de minderheidstelling volgt dat winstbewijzen bij een NV kenmerken kunnen hebben die aandelen van een BV niet kunnen hebben, zoals recht geven op een deel van de winst zonder dat een inbreng gebeurt, of dat stemrecht kan verleend worden aan winstbewijzen die niet delen in de winst<sup>16</sup>. Dat laatste is verboden door het voorschrift dat alleen aan aandelen stemrecht kan gegeven worden<sup>17</sup>. De *bottom line* is dat inbrengen van nijverheid zowel bij NV als BV kunnen gebeuren, maar dat bij beide vennootschapstypes dit soort inbreng fiscaal minder aantrekkelijk is gemaakt<sup>18</sup>.

Nog een uitvloeisel van de afschaffing van het kapitaal bij de BV en het behoud ervan bij de NV is dat bij de laatste *quasi-inbrengen* nog aan een bijzondere procedure met revisorale waarderingscontrole en goedkeuring door de algemene vergadering onderworpen zijn<sup>19</sup>, terwijl de regels over quasi-inbreng afgeschaft zijn bij de BV. Het revisoraat – zonder twijfel mede vanuit de bekommernis om geen opdrachten te verliezen- heeft de wetgever hierbij inconsistentie verweten<sup>20</sup>. Immers, ondanks de afschaffing van het kapitaal, is de controle op

---

<sup>15</sup> H. Culot heeft verdedigd dat winstbewijzen wellicht wel mogelijk zijn bij de BV, maar de overgrote meerderheid van de auteurs die over de vraag geschreven hebben zijn terecht van oordeel dat dit niet kan. Zie met name de analyse in H. Culot en O. Mareschal, “Les titres et leur transfert dans la SRL” in *La société à responsabilité limitée* (A-P. André-Dumont en T. Tilquin, eds.), Brussel, Larcier, 2019, 87-90 in vergelijking met (contra winstbewijzen bij BV) Ph. Lambrecht, “Titres de sociétés” in *Het Ontwerp wetboek van vennootschappen en verenigingen-Le projet de Code des sociétés et associations*, Brussel, Larcier, 2018, 178 en D. Willermain, “La société à responsabilité limitée: au delà de la suppression du capital”, (99), 110, vooral de tekst bij en in voetnoot 34. Zie ook reeds H. De Wulf, bv. in “Het voorontwerp van Wetboek van vennootschappen en verenigingen: een eerste overzicht” *Tax, audit & accountancy*, Oktober 2017, p. 23.

<sup>16</sup> Vergelijk bv. de analyses van Jan Peeters, “Effecten en (afwezigheid van) vormdwang onder het nieuwe WVV?” in *JPB. Liber amicorum Jean-Pierre Blumberg*, Antwerpen, Intersentia, 2021, (489) 499 e.v.

<sup>17</sup> Dit is alleen expliciet bepaald voor de BV, zie art. 5:41, tweede lid WVV, maar geldt zonder twijfel ook voor de NV (zie de uitleg bij H. De Wulf en M. Wyckaert, “ Effecten bij BV, NV en CV: categorieën, soorten, overdracht, uitgifte en inkoop” in *Het WVV doorgelicht*, Antwerpen, Intersentia, 2021, 87-88, nrs. 18-19) met die nuance dat in een NV natuurlijk ook winstbewijzen stemrecht kunnen krijgen (art. 7:59 WVV).

<sup>18</sup> Over dat laatste punt, zie onder meer L. De Broe en M. Peeters, “De fiscaalrechtelijke gevolgen van de invoering van het nieuwe Wetboek van vennootschappen en verenigingen” in H. De Wulf & M. Wyckaert (eds.), *het WVV doorgelicht*, Antwerpen, Intersentia, 2021, (737), 749, met verwijzingen, o.m. naar het ontwerp-advies van de CBN over de boekhoudkundige verwerking van de inbreng van nijverheid (Dit ontwerp-advies is voor zover wij zien nog steeds (november 2021) niet uitgemond in een definitief advies. Het ontwerpadvies van maart 2020 draaide er op uit dat inbrengen van nijverheid doorgaans niet op de balans zouden moeten opgenomen worden, zodat zij niet tot een belastbare vermogensaanroei bij de vennootschap zouden leiden. Tegelijk bleef zonneklaar dat indien zij wel geactiveerd werden, zij niet als fiscaal kapitaal behandeld zouden worden door de fiscus.).

<sup>19</sup> Art. 7:8 e.v. WVV.

<sup>20</sup> Zie onder meer publicaties door revisoren in die zin M. De Wolf, “ Le rôle renouvelé du réviseur d’entreprises dans la société à responsabilité limitée”, *TRV-RPS* 2020, 411.



inbrengen in natura door een revisor- die bij de NV alleen geldt voor zover de inbreng vergoed wordt met kapitaal aandelen, en dus niet wanneer winstbewijzen worden uitgegeven- bij de BV behouden<sup>21</sup>. De reden hiervoor is dat dergelijke controle nuttig is met het oog op de bescherming van de schuldeisers (tegen overwaardering van de inbreng) en dus best behouden bleef. De reden waarom de wetgever het kapitaal heeft afgeschaft is niet dat de wetgever de functies die met de kapitaalvoorschriften werden nagestreefd- schuldeisersbescherming en in mindere mate gelijkbehandeling van aandeelhouders- niet nastrevenswaardig achtte; de reden was dat de wetgever er terecht van overtuigd was dat de kapitaalvoorschriften allesbehalve een efficiënte vorm van schuldeisersbescherming vormden, terwijl zij wel het leven van vennootschappen bemoeilijken. Vandaar dat de wetgever sommige regels die op zich, los van het kapitaalraamwerk, nuttig zijn voor schuldeisersbescherming (zoals de controle op inbrengen in natura of oprichtersaansprakelijkheid bij manifest onvoldoende aanvangsfinanciering) bij de BV behouden heeft, en aangevuld met andere, nieuwe regels die pogen de belangen van schuldeisers (of aandeelhouders) op een meer effectieve en efficiënte wijze te beschermen. Terecht heeft de wetgever sommige innovaties die ingegeven waren door de wens de afschaffing van het kapitaal bij de BV te compenseren met andere juridische ingrepen, toepasselijk gemaakt op alle vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid, minstens ook op de NV. Een belangrijk voorbeeld is de verplichting om, tenzij de aandeelhouders daarvan unaniem afzien, een uitgifteverslag op te stellen<sup>22</sup> waarin de uitgifteprijs verantwoord wordt en de gevolgen van de uitgifte voor de aandeelhouders toegelicht worden. Dit voorschrift is er gekomen naar aanleiding van de afschaffing van de regels over uitgiftes onder pari in het kapitaallose BV-systeem, maar omdat de beschermende werking ervan evenzeer nuttig is in NVs, is de verplichting tot opstelling van een uitgifteverslag ook tot die rechtsvorm uitgebreid (niet tot de CV, waar uitgifte van aandelen een gans andere aangelegenheid is dan in NV en BV, los van het feit dat de tamelijk krachtige CV-lobby geen nieuwe administratieve belemmeringen van de vrijheid van het CV-bestuur wenste te aanvaarden). Een ander voorbeeld zijn de regels over *wrongful trading* (art. XX.227 WER). Ook al zijn die technisch gebrekkig geformuleerd<sup>23</sup>, de wetgever heeft, naar aanleiding van de totstandkoming van het WVV, terecht beslist deze norm rechtsvormoverstijgend in het WER te codificeren, en aldus zowel op BV als NV toepasselijk gemaakt.

Een derde reeks verschillen tussen BV en NV die voortvloeien uit de afschaffing van het kapitaal bij de BV, betreft de *winstuitkeringsregels*. Nochtans had men die, naar het voorbeeld van bv. uitgifteverslag of regels over *wrongful trading*, eveneens moeten gelijkschakelen over de drie vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid heen (zie verder).

**Ten derde zijn er een aantal governance-verschillen tussen NV en BV, vooral in de organisatie van het bestuur.** Hier is de wetgever niet consequent geweest, en had hij, zoals

---

<sup>21</sup> Art. 5:7 WVV.

<sup>22</sup> Artt. 5:121 en 7:179 WVV.

<sup>23</sup> Ongetwijfeld was het niet de bedoeling van de opstellers van de wettekst af te wijken van de bestaande rechtspraak door de aansprakelijke bestuurders te laten instaan voor het ganse netto-actief, in plaats van alleen maar voor die schulden die ontstaan zijn na het moment waarop de bestuurders hadden moeten ingrijpen; maar aansprakelijkheid voor het ganse netto-actief (dus ongeacht het tijdstip van ontstaan van de schulden) is wel wat uit de letterlijke wettekst volgt.



verder uit te leggen, het eenhoofdige bestuur beter niet mogelijk gemaakt in de NV, en had hij, in zijn eigen logica, vooral het duaal bestuur ook mogelijk moeten maken voor de BV.

**Een vierde en laatste reël verschil tussen NV en BV is dat uittrede ten laste van het vennootschapsvermogen alleen mogelijk is bij de BV<sup>24</sup>.** Dit voor zover de statuten dit mogelijk maken. De uitredemogelijkheid is ingevoerd om de afschaffing van de coöperatieve vennootschap als vehikel voor professionele vennootschappen (verbanden van vrije beroepers) verteerbaar te maken. Dat bij de NV geen uittrede mogelijk is, is goed verdedigbaar: te veel uittredes zijn problematisch voor de schuldeisers van de vennootschap en voor de continuïteit van de onderliggende onderneming, en dit spoort ook goed met de idee dat de NV toch vooral bedoeld zou moeten zijn voor grote ondernemingen met veel en diverse aandeelhouders en *stakeholders*, zodat vrije beroepers zich beter niet als NV organiseren, maar richting BV gedreven worden.

## **2. De NV is wezenlijk open, de BV kan kiezen tussen besloten en open karakter, maar rechtvaardigt dit dat zij aparte rechtsvormen blijven?**

### *a. open versus besloten*

Zoals gezegd was de BV vroeger een essentieel besloten vennootschap, maar is dat nu niet meer zo: de *default* regels beperken de aandelenoverdracht, maar men kan die geheel terzijde stellen en de aandelen volledig vrij overdraagbaar maken, zelfs laten noteren (artt. 5:63 en 5:2 WVV). Maar de NV is wel in essentie open gebleven. In België werd de NV in de twintigste eeuw voornamelijk om fiscale redenen<sup>25</sup> ook gebruikt door kleine, feitelijk besloten ondernemingen met slechts een handvol aandeelhouders. Het gebruik van aandeelhoudersovereenkomsten was en is bijzonder ruim verspreid, en wordt ook frequent gebruikt om aandelenoverdrachten in de NV te beperken. Maar de wet -die pas in 1991 rechtszekerheid bracht over de geoorloofdheid van die overdrachtsbeperkingen<sup>26</sup>- heeft de mogelijkheid om overdrachtsbeperkingen in een NV te hanteren sterk beperkt: overdrachtsverboden en *standstill*-clausules moeten ingegeven zijn door een legitiem belang, ook wat hun duur betreft, en goedkeurings- en voorkeurechten mogen onder oud zoals nieuw recht maximaal gedurende zes maanden de vrije overdraagbaarheid uitschakelen<sup>27</sup>. De “echt” besloten NV -waar de beslotenheid ook *juridisch* gebetonneerd is- is naar Belgsich recht daarom een onmogelijkheid<sup>28</sup>, terwijl de BV zowel open als besloten kan zijn.

---

<sup>24</sup> Zie artikelen 5:154 e.v. voor de BV. Het kernartikel voor de CV is art. 6: 120 WVV. Voor de verschillen inzake uittreding tussen BV en CV, zie bv. E. Callens, L. Demeulemeester en H. De Wulf, “Het nieuwe wettelijke kader voor de coöperatieve vennootschap” in H. De Wulf & M. Wyckaert (eds.), *het WVV doorgelicht*, Antwerpen, Intersentia, 2021, (493), 519-525.

<sup>25</sup> Geen belasting op de handgift van toonderaandelen toen die nog bestonden.

<sup>26</sup> Art. 41 § 2 venn. W. zoals ingevoerd door de wet van 18 juli 1991.

<sup>27</sup> Zie art. 7:78 WVV.

<sup>28</sup> Tot de *de facto* beslotenheid van vele NVs, groot en klein, draagt bij dat velen een controlerende aandeelhouder(scoalitie) hebben, zodat controlewijzigingen moeilijk zijn, ook bij genoteerde vennootschappen die beschermingsconstructies georganiseerd hebben. Toch vinden zulke





Rechtvaardigt dit verschil in mogelijke openheid verschillende regels voor BV en NV ? Dit brengt ons eerst bij de ruimere vraag waarom we nood hebben aan verschillende vennootschapsvormen<sup>29</sup>.

*b. de noodzaak van vier verschillende vennootschapsvormen*

De verscheidenheid aan rechtsvormen in verschillende jurisdicties kan niet volkomen logisch kan verklaard worden-een en ander is organisch geëvolueerd of, chiquer uitgedrukt, er is een hoge mate van *path dependency*<sup>30</sup>, maar het komt mij voor dat er wel degelijk nood is aan vier basistypes vennootschap.

Het eerste, de actieve boedelgemeenschap die in België vertegenwoordigd wordt door de rechtspersoonlijkheid ontberende maatschap, had men evengoed niet als vennootschap hoeven te beschouwen , aangezien zij doorgaans slechts een middel is om een vermogen te structureren zonder dat de maatschap als klassieke onderneming functioneert, nl. diensten op producten voor een markt produceert.

Het tweede type dat een rechtssysteem moet aanbieden is het *partnership*, in België vertegenwoordigd door VOF en Comm.V. Dit is een op persoonlijke samenwerking gerichte entiteit, waar de persoonlijke kredietwaardigheid van de vennoten centraal staat. Het gaat daarbij niet alleen om de financiële kredietwaardigheid die voor klanten en zakenpartners van belang is, maar ook het krediet dat men als vakkundige persoon geniet (bv. advocaat die de reputatie heeft vakbekwaam te zijn en zich ethisch en deontologisch te gedragen). Het *partnership* biedt de partners de mogelijkheid op soepele manier een contractueel vormgegeven onderneming te voeren. Er is hier weinig dwingend recht nodig, aangezien de vennoten hun interne relaties door persoonlijke onderhandelingen en persoonlijke dagelijkse betrokkenheid bij de vennootschap vorm kunnen geven in het vennootschapscontract, en zij extern zowel reputationeel als juridisch onbeperkt aansprakelijk zijn.

---

controlewijzigingen regelmatig plaats, zelfs met enige frequentie tegen de wil van de controlerende aandeelhouder in. Het gebruik van stichtingen om een controleblok samen te houden en om macht van financiële stromen te scheiden, lijkt één van de meer effectieve mechanismen om controle vast te zetten, en kan een negatieve invloed op de liquiditeit van de aandelen hebben, maar precies het feit dat controlerende aandeelhouders en zelfs stichtingen bij vrij veel genoteerde NVs aanwezig zijn bewijst dat controleverankering en een open karakter van de vennootschap niet onverenigbaar zijn.

<sup>29</sup> Zie onlangs S. Cools, "Editoriaal. Waarom hebben we vennootschapsvormen?" *TRV-RPS* 2020, 497-498.

<sup>30</sup> De uitwerking van het belang van het uit de evolutiebiologie en fysica afkomstige idee van *path dependence* voor het vennootschapsrecht gaat wellicht terug op M. Roe, "Chaos and evolution in law and economics" *Harvard Law Review* 1996, vol. 109, 641-68. Zie ook L. Bebchuk en M. Roe "A theory of path dependence in corporate ownership and governance" *Stanford Law Review* 1999, vol. 52, 127-170.



Het derde type vennootschap is bedoeld voor de grote en vooral complexe organisatiestructuren, die vaak veel geld moeten bijeenbrengen en daarom op een ruim aantal (soms tienduizenden) aandeelhouders als financier beroep moet kunnen doen (naast op eveneens duizenden schuldeisers die via obligaties financieren). Deze vennootschap is niet op persoonlijke samenwerking tussen vennoten gebaseerd: de aandeelhouders zijn loutere financiers. Zij moeten door dwingende regels beschermd worden tegen misbruik van hun financiering door het management en een eventuele controlerende aandeelhouder. De NV was bij zijn introductie in het Belgische recht in 1873 bedoeld als financieringsvehikel voor grote, kapitaalintensieve ondernemingen. Bij dit soort grote structuren met vele kleinaandeelhouders en waarbij de afstand tussen kleinaandeelhouders en bestuur en management zeer groot is, en waar voor het overige ook meer complexe stakeholder-verhoudingen bestaan, is er nood aan dwingende governance-regels. Die regels, onder meer over de organisatie van het bestuur dat men niet aan een enkeling kan overlaten gezien de omvang en complexiteit van de op het spel staande belangen, zijn vooral van belang bij vennootschappen wier onderneming daadwerkelijk aan dit ideaalbeeld beantwoorden, en die dus daadwerkelijk een open karakter hebben, met zeer talrijke kleinaandeelhouders-investeerders. Het zijn de genoteerde vennootschappen en een handvol grote niet-genoteerde ondernemingen waarvan men vroeger in België zou gezegd hebben dat zij een publiek beroep op het spaarwezen deden, die aan dit NV-ideaaltype beantwoorden.

Het vierde en laatste vennootschapstype dat wellicht elke Europese jurisdictie tegenwoordig aanbiedt<sup>31</sup>, is historisch het meest recente, en datgene waarvan men de noodzaak als aparte rechtsvorm het meeste kan betwijfelen. Nadat de GmbH in Duitsland al eind 19<sup>de</sup> eeuw was ingevoerd, heeft de middenstand in België, Frankrijk en andere Latijns-katholieke landen succesvol gelobbied voor de invoering van een entiteit die het besloten karakter van een personenvennootschap, met een zeer sterk in het zadel zittende zaakvoerder, combineerde met het enorme voordeel van de beperkte aansprakelijkheid. Omdat dergelijke vennootschap besloten was, was er minder nood aan dwingende voorschriften inzake governance of bescherming van kleinaandeelhouders en andere stakeholders. Men kon ervan uitgaan dat zoals in een personenvennootschap de gesloten kring van veelal familiale aandeelhouders of persoonlijke zakenpartners hun eigen belangen contractueel konden beschermen bij het oprichten van de vennootschap, en door haar zelf als zaakvoerder te leiden. Het is weliswaar historisch niet helemaal correct zoals gebruikelijk te stellen dat men in Nederland en het UK de besloten vennootschap pas zou ingevoerd hebben als reactie op de dreiging van de Europese kapitaalvoorschriften, feit blijft dat Nederland de besloten vennootschap inderdaad pas in de jaren '70 heeft ingevoerd, en dat in het UK *ltd* en *plc* niet echt verschillende rechtsvormen zijn zoals een BV en NV dat wel zijn. Ook in de Scandinavische landen kende men veel langer dan in Latijns Europa een éénheidsvennootschap, zonder dat besloten en

---

<sup>31</sup> Merk op dat er geen Amerikaans equivalent bestaat. Men spreekt wel van *close(d) corporations*, maar dit is een feitelijk verschijnsel, geen aparte rechtsvorm vergelijkbaar met de BV of GmbH: juridisch gaat het om *corporations* (te onderscheiden van *partnerships*) die geen publiek beroep op het spaarwezen gedaan hebben en dus niet, naast het vennootschapsrecht inzake *corporations*, aan enige vorm van securities regulation onderworpen zijn. Er zijn wel hybrides tussen *partnership* en *corporation* zoals de LLC (*limited liability company*), maar dat zijn toch echt wel andere beesten dan een BV of GmbH.



“open” vennootschappen aparte rechtsvormen waren<sup>32</sup>. Het gaat in het UK en ging in Scandinavië veeleer om een continuüm, waarbij de vennootschap eens zij “public” werd voor het eerst verplicht werd een bestuurder én een “company secretary” te benoemen, als manifestatie van de idee dat bij vennootschappen met vrij overdraagbare aandelen, de governance ernstiger moet genomen worden.

Onderscheiden rechtsvormen hanteren is niet alleen verantwoord vanuit de verschillende behoeften van de drie of vier geschetste vrij wezenlijk verschillende ondernemingsmodellen. Het kan ook nuttig zijn voor buitenstaanders, met name (potentiële) zakenpartners van de onderneming. Een bepaalde rechtsvorm kan aan de buitenwereld in één oogopslag duidelijk maken welke essentiële kenmerken de contractspartner zal hebben. Dit is de *signalling*-functie van onderscheiden vormen. Een schuldeiser wist vroeger dat een NV een collegiaal bestuur zou hebben, en dat hij een hoger kapitaal dan een BV zou hebben. Het WVV heeft de signaalwaarde van NV en BV tegenover elkaar verminderd. De potentiële contractspartner zal nu de statuten moeten onderzoeken om te weten of alle macht bij de NV met wie hij overweegt zaken te doen bij de enige zaakvoerder ligt (die een vetorecht kan gekregen hebben tegen allerlei belangrijke beslissingen) dan wel bij een collegiale raad van bestuur. Bij de BV zal hij er mogen van uitgaan dat er geen kapitaalachtige eigen-vermogensbescherming is, hoewel het wel kan zijn dat de vennootschap statutair onbeschikbaar eigen vermogen heeft aangelegd, wat opnieuw slechts door ander onderzoek kan vastgesteld worden. Vanuit de wens optimale signalling mogelijk te maken, had men de CommVA beter behouden -ook om andere redenen trouwens: die vennootschap bewees nuttige diensten als onder meer fondsenvehikel, en de governance-problemen die inderdaad af en toe veroorzaakt werden door de quasi-onafzetbaarheid van de zaakvoerder had men kunnen oplossen of verminderen op dezelfde manier waarop men dat nu gedaan heeft met de enige bestuurder in de NV: om wettige reden kan die toch afgezet worden, en er is een minderheidsvordering ingevoerd om dit mogelijk te maken<sup>33</sup>. Als dit niet volstaan had om de governance-problemen van de CommVA op te lossen, dan zal men ze nu in de NV geïmporteerd hebben. (Als optimale signalling een beleidsdoelstelling was geweest, zou men de CV trouwens hebben moeten voorbehouden aan erkende CVs, nu de verschillen tussen BV en CV onder het WVV niet zeer duidelijk zijn, maar die piste was politiek manifest onhaalbaar).

### **3. In publieke vennootschappen is er nood aan dwingende governance-regels die hogere eisen aan het bestuur stellen dan bij besloten vennootschappen**

Waarom staan we zo lang stil bij die verschillende basisvormen van vennootschap? Om het punt te kunnen maken dat alleen de vennootschapstypes wier aandeelhoudersbestand gedomineerd wordt door kleinaandelhouders -investeerdere, die hun aandelen vrij kunnen overdragen, die niet in staat zijn te onderhandelen over hun positie in de vennootschap en bij wie dus een ruime afstand tegenover de vennootschapsleiding (bestuur en topmanagement) bestaat, nood is aan dwingende governance-regels die verder gaan dan wat we bij de besloten

---

<sup>32</sup>Zie ook de commentaar hierover op p. 16 van *European Model Companies Act, 2017*, beschikbaar op <https://ssrn.com/abstract=2929348>

<sup>33</sup> Zie art. 7: 101 § 4 WVV.



vennootschap kennen. Het gaat dan over regels die een collegiaal bestuur opleggen zodat, overeenkomstig het vier-ogen-principe, bestuurders elkaar in de gaten kunnen houden en het beheer van zulke belangrijke vermogens niet aan één figuur overgelaten wordt. Het gaat dan ook over regels zoals we die in Europa kennen sinds de Cadbury Code uit 1993: vermijden dat de macht al te zeer bij één individue en zijn slaafse vrienden geconcentreerd zit (zoals in het imperium van Robert Maxwell, dat mee aanleiding gaf tot de Cadbury Code, het geval was). Eigenlijk zou men de NV hebben moeten voorbehouden voor dergelijke vennootschappen. De ideeën van Koen Geens gingen oorspronkelijk ook in die richting: de NV voorbehouden voor grote vennootschappen<sup>34</sup>. Maar zoiets stuitte op een even voorspelbaar als terecht njet van de praktijk. In een land waar er al vele decennia vele tienduizenden kleine en de facto besloten NVs waren, was het voorbehouden ervan aan grote vennootschappen onredelijk. Zelfs een *grandfathering*-clausule zou het probleem niet opgelost hebben, omdat vennootschappen wellicht regelmatig de drempels tussen groot en klein in beide richtingen zouden overschreden hebben, en zelfs met wachtperiodes (bv. slechts verandering van rechtsvorm indien men de drempel drie opeenvolgende jaren overschrijdt) zouden de vereiste omzettingen niet verkoopbaar geweest zijn.

De bijkomende dwingende governance-regelen van het hierboven genoemde type zijn eigenlijk enkel gerechtvaardigd voor genoteerde vennootschappen, organisaties van openbaar belang (OOBs) en een kleine groep van grote niet-genoteerde vennootschappen die toch heel wat aandeelhouders-of obligatiehouders tellen.

Nu men de NV -begrijpelijkerwijze- niet voor grote vennootschappen heeft voorbehouden maar evenmin-minder begrijpelijk- voor genoteerden en OOBs, is het resultaat van de governance-keuzes van de wetgever wel dat er op vlak van bestuur verschillen bestaan tussen BV en NV die niet wenselijk zijn. Indien men de BV, zoals de wetgever wou, tot de standaard-vennootschapsvorm wil omvormen en ook voor grote, open ondernemingen ter beschikking wil stellen, dan is er geen reden om haar te beroven van de mogelijkheid een duaal systeem te organiseren. Nu kan zelfs een genoteerde BV geen duaal bestuur organiseren (art. 7:104 of andere bepalingen inzake duaal bestuur zijn niet van toepassing gemaakt daar art. 5:2 WVV). Omgekeerd vind ik het niet wenselijk dat elke NV, ongeacht zijn aantal aandeelhouders, zich met één bestuurder mag organiseren, zolang hij niet genoteerd is<sup>35</sup>. Toegegeven, dat kon vroeger ook al onder de benaming CommVA, maar minstens werd de buitenwereld (en investeerders) daar door de aparte rechtsvormbenaming gewaarschuwd voor het feit dat de macht in de vennootschap wellicht bij één persoon (de zaakvoerder) geconcentreerd zou zitten-en konden investeerders daar dan met volle kennis van zaken, bv. in een fondsenstructuur, mee instemmen -men had dus, opnieuw, de CommVA beter niet afgeschaft gezien haar signaalfunctie. Het is overigens ook weinig consistent dat de wetgeving toelaat dat een NV met één bestuurder opereert, maar aan NVs niet de mogelijkheid biedt om zoals

---

<sup>34</sup> Zie zijn K. GEENS, "Tien jaar Wetboek van Vennootschappen: it's time for a change", in H. BRAECKMANS, M. COIPEL, Y. DE CORDT e.a. (ed.), *10 jaar Wetboek Vennootschappen in werking*, Mechelen, Kluwer, 2011, (19) 40-41.

<sup>35</sup> In de genoteerde NV kan men ook met 1 juridische bestuurder functioneren, maar dit moet dan zelf een NV met een collegiaal bestuursorgaan zijn, zie art. 7:101 § 1 tweede lid WVV.



bij de BV meerdere individueel bevoegde bestuurders aan te duiden<sup>36</sup>- bij een NV met meerdere bestuurders moeten zij steeds een college vormen.

Omgekeerd heeft de wetgever zoals gezegd toegelaten dat BVs genoteerd worden. Dat lijkt mij nergens goed voor, nu de Belgische genoteerde BV niet de aantrekkelijkheid van een flexibeler regime dan de NV heeft, met uitzondering van het ontbreken van een kapitaal. Het zou overigens ook niet wenselijk zijn dat we een recht voor genoteerde ondernemingen met twee snelheden zouden ontwikkelen, naargelang de *rechtsvorm* van de genoteerde onderneming. Hier en daar de omvang van (dure en lastig na te leven) openbaarmakingsverplichtingen aanpassen aan de *omvang* van de genoteerde vennootschap is wel verdedigbaar, evenals een onderscheid maken op governance-vlak tussen de marktsegmenten (zoals de premiummarkt in Londen) waarop vennootschappen noteren, zoals wetgeving en vooral noteringsvoorwaarden doen, is ook verdedigbaar. Maar louter afstellen op de rechtsvorm (NV dan wel BV) zou niet gerechtvaardigd zijn, en gebeurt in de Belgische wetgeving dan ook niet. Maar net daarom heeft de notering van een BV geen nut (de omzetting in een NV die kan gebeuren als voorbereiding op een beursgang is qua moeilijkheidsgraad en kosten klein bier vergeleken met de andere aanpassingen die een vennootschap moet doorvoeren om rijp voor notering gemaakt te worden).

#### **4. De liquiditeitstets en andere ongerechtvaardigde verschillen tussen BV en NV op gebied van winstuitkeringsregels**

We komen nu aan de kern van deze opiniebijdrage: volgens mij heeft de wetgever een beleidsvergingssing begaan door niet ook de winstuitkeringsregels voor NV en BV gelijk te schakelen. Enerzijds heeft de wetgever vanuit de wens de BV tot allemansvriend te maken - anders uitgedrukt: teneinde de BV tot de *default*-vennootschapsvorm te verheffen- met het WVV ook in de BV uitkering van interimdividenden toegelaten<sup>37</sup>, zij het zonder het woord “interimdividenden” bij de BV in de wetteksten in te voeren en onder voorwaarden die licht verschillen van de voorwaarden bij de NV<sup>38</sup>. Ook de “tussentijdse” dividenden die, in tegenstelling tot interimdividenden, niet door het bestuur op basis van een statutaire machtiging, maar door de algemene vergadering op een ander moment dan de jaarvergadering uitgekeerd worden, zijn bij de NV aan licht andere regels onderworpen: men moet aannemen dat bij een NV de algemene vergadering niet bevoegd is om de winst van het lopende boekjaar uit te keren, in tegenstelling tot wat voor de BV geldt<sup>39</sup>. Dit omdat bij de NV geen liquiditeitstest is ingevoerd, en het daarom, gezien het bestuur geen bijkomende

---

<sup>36</sup> Al is het niet verbonden naast de collegiale raad van bestuur meerdere individueel bevoegde gedelegeerd bestuurders aan te duiden.

<sup>37</sup> Art. 6:141 tweede lid WVV.

<sup>38</sup> Vergelijk art. 5:141 lid 2 versus art. 7:213 WVV. Daarover bv. D. Bruloot en J.M. Nelissen Grade, “Schuldeisersbescherming in de BV na de afschaffing van het kapitaal” in H. De Wulf & M. Wyckaert (eds.), *Het WVV doorgelicht*, Antwerpen, Intersentia, 2021, 57-59, nrs.29-32.

<sup>39</sup> Zie opnieuw D. Bruloot en J.M. Nelissen Grade, “Schuldeisersbescherming in de BV na de afschaffing van het kapitaal” in H. De Wulf & M. Wyckaert (eds.), *Het WVV doorgelicht*, Antwerpen, Intersentia, 2021, 59, nr. 32.



controles kan uitvoeren, te gevaarlijk zou zijn deze bevoegdheid aan de algemene vergadering toe te kennen.

Die liquiditeitstest is ingevoerd ter compensatie van de afschaffing van het kapitaal. Het is een regel die bestuurders dwingt hun verantwoordelijkheid te nemen. Dat is een rode draad doorheen de hervorming van het BV-recht door het WVV: men heeft ingezet op een aanscherping van de bestuursverantwoordelijkheden, in plaats van in te zetten op eerder mechanisch toepasbare kapitaalregels die hun doel voorbijschieten. Mijn stelling is dat men die tactiek ook bij de NV had moeten nastreven, ook al wordt die nog, onder Europese dwang, met kapitaalvoorschriften geconfronteerd. Paul Davies en Eddy Wymeersch hebben al in de jaren 1990 gepleit voor meer vertrouwen in *standards* eerder dan de *rules* inzake kapitaal om schuldeisers te beschermen<sup>40</sup>. Wymeersch deed dat in het kader van het door vele debt push down-constructies omzeilde regelgeheel rond *financial assistance*. Ik heb er onlangs voor gepleit dat men, inspiratie puttend uit de Amerikaanse *Nine West*<sup>41</sup> en de Nederlandse *Estro-zaak*<sup>42,43</sup>, zou inzetten op een aanscherping van bestuurdersplichten om *debt push downs* die onredelijk zware financiële lasten op de overgenomen vennootschap leggen, te bestrijden - eerder dus dan te vertrouwen op *black letter law*<sup>44</sup>. Het WVV heeft dat niet gedaan inzake financiële bijstand -waar men voor de BV in wezen dezelfde regels als door Europa opgelegd voor de NV behouden heeft, weze het met een aantal verlichtingen<sup>45</sup>- maar heeft zoals gezegd wel ingezet op bestuursplichten inzake schuldeisersbescherming. De allerbelangrijkste manifestatie daarvan is de liquiditeitstest (*solvency test*)<sup>46</sup>. Deze komt er in essentie op neer dat het bestuur expliciet en schriftelijk moet evalueren of het uitbetalen van een door de algemene vergadering goedgekeurd dividend, wel verantwoord is in het licht van de liquiditeitssituatie van de vennootschap. Met name mag de uitbetaling geen doorgang vinden wanneer dit de betaling door de vennootschap van de schulden die in de voorzienbare toekomst opeisbaar worden, in het gedrang zou brengen. Bestuurders zijn uiteraard niet gelukkig met deze nieuwe

---

<sup>40</sup> E. Wymeersch, "Article 23 of the second company law directive: the prohibition on financial assistance to acquire shares of the company" in J. BASEDOW, K. HOPT en H. KÖTZ (eds.), *Festschrift für Ulrich Drobnig zum siebzigsten Geburtstag*, Tübingen, Mohr Siebeck, 1998, 725 e.v. P. Davies, "Directors' creditor-regarding duties in respect of trading decisions taken in the vicinity of insolvency", *EBOR* 2006, 301-337. Over het verschil in aanpak bij gebruik van standards versus rules, zie onder meer L. Kaplow, "Rules versus standards, an economic analysis." *Duke Law Journal* 1992, 557-629.

<sup>41</sup> In re *Nine West LBO Securities Litigation*, 20 MD 2941 (JSR), United States District Court, Southern District of New York, 4 december 2020 (Rakoff, J.)

<sup>42</sup> Hof Amsterdam 10 december 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:4359, *Ondernemingsrecht* 2020, 48, noot H.L. Kaemingk.

<sup>43</sup> De twee uitspraken waren in hun respectieve landen van oorsprong nogal controversieel omdat zij ingingen tegen de verwachtingen van advocaten die hun klanten over zulke zaken adviseren, er was in Nederland sprake van dat *Estro* was "ingeslagen als een bom" in de M&A-praktijk.

<sup>44</sup> Zie H. De Wulf "Controle van het bestuur op de kwaliteit van een overnemer en diens debt pushdown in leveraged buy-outs? Of: zouden *Nine West* en *Estro* ook naar Belgisch recht gelden?" in *JPB. Liber amicorum Jean-Pierre Blumberg*, Antwerpen, Intersentia, 2021, 133-157.

<sup>45</sup> Zie art. 5:152 WVV.

<sup>46</sup> Daarover in rechtsvergelijkend perspectief D. Bruloot, *Vennootschapskapitaal en schuldeisers*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 596, nr. 857 e.v. Uit het overzicht bij Bruloot blijkt dat in sommige landen waar de solvency test al langer bestaat en wettelijk verankerd is, hij ook, of zelfs alleen, voor het NV-type (open "public" vennootschap) geldt. Zie bv. Nieuw-Zeeland, pionier in de wettelijke verankering (2007) van de solvency test (zie Bruloot, zonet aangehaald, nr. 888 e.v.).



verplichting. Sommige juristen<sup>47</sup> hadden reeds lang voor er sprake was van het WVV geargumenteed dat elk bestuur (dus zeker ook NV-besturen) zich moeten afvragen of een uitkering verantwoord is in het licht van de liquiditeitsstatus van de vennootschap, en dit gewoon op basis van hun algemene verplichting de vennootschap zorgvuldig, professioneel te besturen. Maar dergelijke eventueel in rechtspraak te erkennen plicht tot het doorvoeren van een liquiditeitsonderzoek, kan slechts preventief doorgevoerd worden, waarbij het bestuur dus aan de algemene vergadering niet *voorstelt* om winst uit te keren, ook al is de ruimte volgens de balans test beschikbaar. In een NV is het bij gebrek aan wettelijke liquiditeitstest moeilijk verdedigbaar dat het bestuur het juridische recht (en de plicht) heeft om een door de algemene vergadering reeds goedgekeurde winstuitkering, achteraf niet uit te betalen en dus tegen te houden. Daarnaast ervaren bestuurders van een BV de liquiditeitstest als bedreigender omdat zij een schriftelijke verklaring moeten afleggen, die hen zelf zeer expliciet met de neus op hun verantwoordelijkheid drukt, en die bij faillissement de aandacht van de curator kan trekken.

De wetgever heeft zeer bewust beslist om de liquiditeitstest niet in te voeren bij de NV. De redenering was dat de test bij de NV niet nodig was nu die nog een kapitaal heeft; en dat het bovendien onwenselijk zou zijn bij een hervorming die flexibiliteit hoog in het vaandel voerde, een nieuwe verplichting in te voeren die ondernemingen en vooral hun bestuurders met lede ogen bekeken zouden hebben. Maar die gedachtegang is niet overtuigend. Eén van de voornaamste kritieken die internationaal op het Europese kapitaalsysteem gegeven worden, is dat het puur balansmatig van aanpak is, en dat de balans niet alleen de financiële situatie van de vennootschap gedeeltelijk vertekend en met veel vertraging weergeeft, maar vooral ook geen rekening houdt met de liquiditeitspositie van de vennootschap, daar in elk geval slechts onrechtstreeks zicht op geeft.<sup>48</sup> Een balans test die niet aangevuld wordt door een liquiditeitstest heeft slechts beperkte waarde. Aangezien de Belgische wetgever ook bij de NV schuldeisers wil beschermen, had hij daarom de liquiditeitstest ook bij de NV moeten invoeren.

Nu dit niet gebeurd is, ervaart de BV een ernstig concurrentieel nadeel tegenover de NV precies omdat uitkeringen aan meer risico's voor bestuurders onderworpen zijn. Overigens niet alleen voor bestuurders, maar ook voor aandeelhouders. In een BV kan een onterechte uitkering immers ongeacht de goede of kwade trouw van die aandeelhouder door de vennootschap van hem teruggevorderd worden<sup>49</sup>. In de NV zijn terugvorderingen van aandeelhouders alleen mogelijk wanneer die wisten of behoorden te weten dat de uitkering

---

<sup>47</sup> H. De Wulf, "Moet de mogelijkheid tot winstuitkering volgens artikel 617 W. Venn. steeds aan de hand van de laatste jaarrekening berekend worden?", (noot onder Antwerpen 8 mei 2003), *TBH* 2005, 393-400. Zie ook reeds K. Van Hulle, "Wettelijke beperkingen inzake winstuitkeringen" in *het gewijzigde vennootschapsrecht*, bijzonder nummer *TBH*, 1984, 77, nr. 6.

<sup>48</sup> Zie bv. P. Mülbart and M. Birke, "Legal capital- is there a case against the European legal capital rules?" *EBOR* 2001, (695) 720 of J. Rickford, "legal approaches to restricting distributions to shareholders: balance sheet tests and solvency tests", *EBOR* 2006, 135 e.v. Zie ook de *KPMG Feasibility Study on an alternative to the capital maintenance regime* (2008), p. 407-409 (beschikbaar op <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/42762?locale=en>) over de hervorming van de Tweede Richtlijn, die opmerkte dat alle onderzoeken en rapporten op één na de introductie van een solvency test in de Tweede Richtlijn voorstelden. De Europese Commissie is dat advies uiteindelijk evenwel niet gevolgd in haar (zeer weinig ambitieuze) herziening van de Richtlijn in 2012.

<sup>49</sup> Art. 5:144 WVV.



onrechtmatig was<sup>50</sup>. Ik stel me hier agnostisch op over de vraag of het redelijk en daarom wenselijk is aandeelhouders die te goeder trouw een dividend ontvangen hebben, potentieel aansprakelijk te stellen -al wijs ik er wel op dat het vermeende aandeelhoudersparadijs Delaware terugvordering van dividenden bij *corporations* een frequent fenomeen is, zij het op basis van (vrij vlug bewezen geachte) kwade trouw.<sup>51</sup> Maar in elk geval had men de regel, in welke zin hij ook luidde, dezelfde moeten maken voor NV als BV. Dat de NV een kapitaal heeft, rechtvaardigt opnieuw geen verschillende behandeling: in beide gevallen wordt er onrechtmatig vermogen aan de vennootschap onttrokken en komen de belangen van de schuldeisers van de vennootschap, ongeacht de rechtsvorm, op dezelfde manier in het gedrang. Door de regels niet gelijk te schakelen is de wetgever twee keer ingegaan tegen zijn eigen beleidsdoelstellingen: één keer door de schuldeisers van de NV slechter te behandelen dan die van de BV, en ten tweede door op die manier de BV minder aantrekkelijk te maken voor bv. private equity-investeerders, die doorgaans regelmatig uitkeringen willen doen -zodat de doelstelling van de wetgever om de BV tot de vennootschapsvorm bij uitstek te verheffen, ook hier wordt tegengewerkt. De BV wordt door sommigen ook al als minder aantrekkelijk beschouwd door de andere formulering van de alarmbelprocedure: terwijl die bij de NV nogal mathematisch op basis van balansgegevens kan doorgevoerd worden, combineren de voorschriften erover bij de BV een rigoureuze termijn van twee maanden om de algemene vergadering te laten samenkomen met de noodzaak voor de bestuurders om hun oordeelsvermogen in te zetten, door te beoordelen of de vennootschap *dreigt* in het gebed van een negatief eigen vermogen terecht te komen<sup>52</sup>. Het “imago-probleem” van de BV door de verhoogde nadruk op bestuurdersplichten was dus al erg genoeg zonder de strengere winstuitkeringsregels. We besluiten door herhaling: de liquiditeitstest had men ook voor de NV moeten opleggen, en de regels over terugvorderbaarheid van onrechtmatige dividenduitkeringen moeten gelijkschakelen.

## Conclusie

Eigenlijk heeft men de NV-vorm alleen nodig voor genoteerde vennootschappen, OOBs en grote vennootschappen met een groot aantal kleinere investeerders. Het was ook de bedoeling van de hervorming om alle andere vennootschappen naar de BV-vorm te drijven. Maar de wetgever heeft (om redenen van *path dependence* begrijpelijk) toegelaten dat de NV-vorm voor om het even welk soort ondernemingen gebruikt werd. Om die reden kan hem misschien nog net vergeven worden dat hij bij de NV het eenhoofdig bestuur mogelijk gemaakt heeft, een governance-vorm die totaal ongeschikt is voor de grote en open vennootschap waarvoor de NV ontworpen is, maar wel nuttig voor de *de facto* besloten en kleine vennootschap die zij vaak is. Omgekeerd heeft de wetgever zelfs BVs toegelaten genoteerd te worden, wat nergens goed voor is aangezien dergelijke BV niet flexibeler kan georganiseerd worden dan een NV (wat maar goed is ook). Aangezien BV en NV qua mogelijke inzetbaarheid eigenlijk volkomen identiek zijn, had men wellicht de mogelijkheden om hun

---

<sup>50</sup> Art. 7:214 WVV.

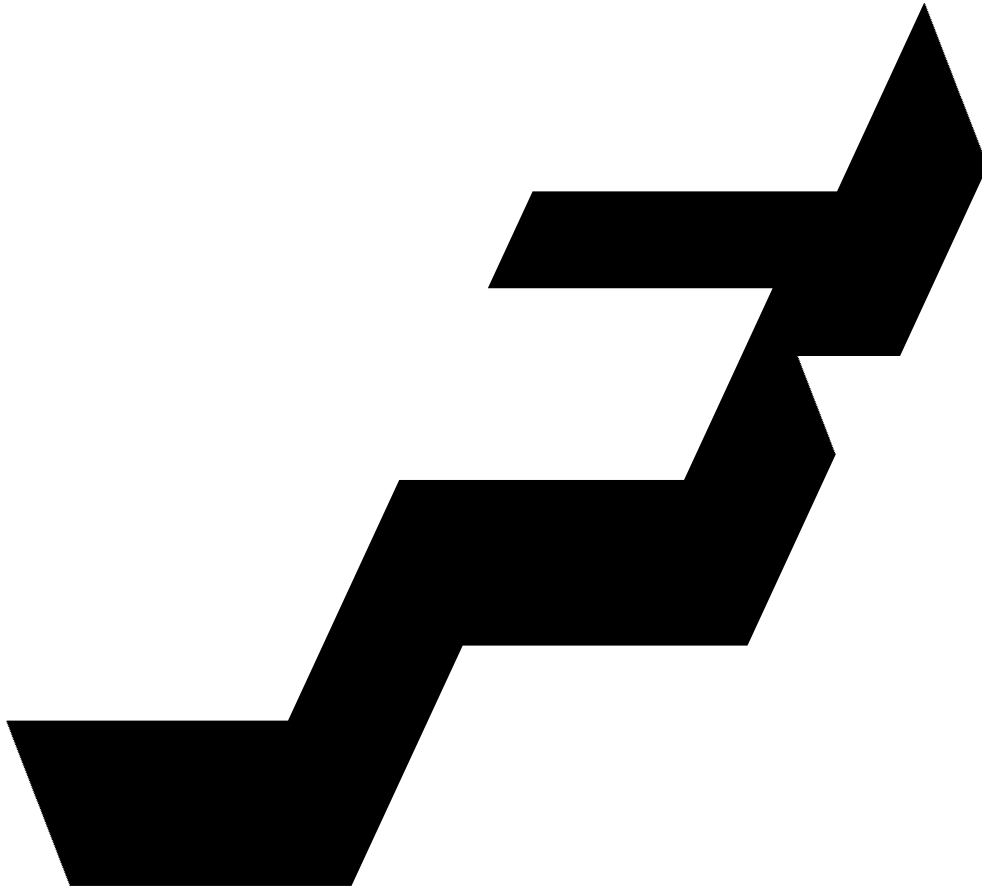
<sup>51</sup> Zie de verwijzingen bij B. Black *Corporate Dividends and Stock Repurchases*, Eagan, West, 2010, nr. 4:53. Daarover ook D. Bruloot, *Vennootschapskapitaal en schuldeisers*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 606, nr. 874 e.v.

<sup>52</sup> Zie art. 5:153 § 1 WVV.





governance te regelen, ook volledig gelijk moeten schakelen; vooral had men een duaal bestuur ook bij de BV mogelijk moeten maken, (nu is het zelfs bij een genoteerde BV niet toegelaten). Maar vooral doet de schuldeisersbeschermingsproblematiek zich op identieke manier voor bij BV en NV. Het is dan ook onverantwoordbaar dat de winstuitkeringsregels bij BVs strenger zijn dan bij de NV -bij de NV had men ze even streng moeten maken. Dat de NV over een kapitaal beschikt, is onovertuigend als tegenargument: de kapitaalvoorschriften helpen nauwelijks om liquiditeitsproblemen te identificeren en bestrijden.



The **Financial Law Institute** is a research and teaching unit in the Faculty of Law and Criminology of Ghent University, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.

The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research output of the Financial Law Institute's researchers to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. The working papers are provisional.