

DE OMZETTING VAN EEN N.V. IN EEN COMMANDITAIRE VENNOOTSCHAP OP AANDELEN : EEN PASSENDE BESCHERMINGSCONSTRUCTIE IN HET KADER VAN ONVRIENDELIJKE OVERNAMES ?

Pierre De Bandt

*Onder wetenschappelijke begeleiding
van Prof. K. Geens*

I. INLEIDING

"Als een gouden zandkasteel dat langzaam maar zeker afbrokkelt onder het continu bestand der grauwe golven, wijl de glanzende koperen schijf naar de strenge streep van de kim toeschuift, zo ook ontsluit de mythe der onfeilbare NV's". Tragische verzen die geen Ilias inleiden, doch slechts een duistere vaststelling. Met de recente overnamegolf is bij daverend mediavertoon de heilige koe der vennootschapsjuristen - de naamloze vennootschap - als een zieke instelling aan het licht gekomen ; erger nog, een verraderlijke val voor de onschuldigen die in haar schoot enige veiligheid zochten. Chronische ziekte of reeds ten dode opgeschreven?

De NV, de in België meest aangewende vennootschapsvorm, heeft als voornaamste kenmerk dat zijn risicodragend kapitaal verdeeld is in aandelen, die een bepaalde inbreng vertegenwoordigen. Deze effecten kunnen op naam, maar zullen in de meeste gevallen aan toonder zijn. Het probleem stelt zich echter bij de toekenning van lidmaatschapsrechten - meer bepaald stemrecht - aan deze effecten. Immers, het volstaat om de meerderheid van de aandelen te verzamelen om via de algemene vergadering van aandeelhouders de "controle" over de onderneming te verwerven. In het geval van een vijandelijke overname blijkt dit meestal fataal te zijn voor de bestuurders, die zich wegens het ad nutum herroepbaar karakter van hun mandaat, op geen enkele stabiliteit of veiligheid kunnen beroepen. Maar zelfs buiten iedere verwervingsproblematiek om, is het voor de manager moeilijk aanvaardbaar om, zoals VOOGD het schrijft, "afhankelijk te zijn van een toevallige meerderheid van een kleine min-

derheid van aandeelhouders die aanwezig was op een Algemene Vergadering van aandeelhouders".¹

De gevolgen laten niet op zich wachten : om aan de hoger vermelde gevaren te verhelpen en de dwingende bepalingen in hun resultaten te milderen, hebben de meest verbeterd vennootschapsjuristen zich toegelegd op de conceptie van maatregelen die allen op een gemene deler rusten : de machtsbeperking van de Algemene Vergadering. Men noemt ze "beschermingsconstructies".

Het voorwerp van deze studie wil een neutrale benadering zijn van één van deze beschermingsconstructies : de commanditaire vennootschap op aandelen (CVA), en in het bijzonder de dissociatie tussen kapitaal en bestuur, tussen het vermogensrechtelijk-financieel en het lidmaatschapsrechtelijk-directoriaal aspect bij deze vennootschapsvorm.

Na een eerste globale benadering van de commanditaire vennootschap, zal zo diep en precies mogelijk het raderwerk van de verscheidene constructies onderzocht worden. Slechts na deze cruciale stap, kan finaal gezocht worden naar de doeltreffendheid van dergelijke beschermingsconstructie.

II. DE CVA : DE KENMERKEN DOORGELICHT

A. ALGEMEEN

Zoals moet blijken uit deze uiteenzetting, is de CVA niets anders dan een NV met een commanditaire vennootschap (CV) erbovenop². Zij lijkt enorm op de CV door de aanwezigheid van twee soorten vennoten, maar behoort echter tot de familie der kapitaalvennootschappen, omdat het kapitaal volledig samengesteld is uit overdraagbare aandelen³. Het hybride karakter van deze vennootschap wordt nog benadrukt door art. 107 Venn.W.. Deze bepaling stelt immers dat de regels betreffende de NV van toepassing zijn, voor zover er niet van afgeweken wordt door de vennootschapswet⁴. Hierna wordt daarom besproken waarin de regeling betreffende de CVA van deze op de NV afwijkt.

(1) VOOGD, R.P., *Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen*, Vanderheyden Instituut, Kluwer, Deventer, 1990, 3.

(2) X, bescherming van familiebedrijven. Voorstel van het VBO, *VBO-mededelingen*, april 1991, 234.

(3) VAN RYN, J., *Principes de droit commercial*, I, Brussel, Bruylant, 1954, 1, nr. 867, 515.

(4) Vergelijk met art. 251, al. 2 van de Franse wet van 24 juli 1966 : deze bepaling stelt de regels van de gewone CV en die van de NV toepasselijk behalve voor de administratie- en bestuursregeling.

Art. 105 (vgl. met art. 18 voor de gewone CV) stelt dat "de CVA een vennootschap is die door één of meer aansprakelijke en hoofdelijk verbonden vennoten wordt aangegaan met aandeelhouders die slechts een bepaalde inbreng verbinden". De dualiteit der vennoten - het wezenlijk kenmerk van de CV- plaatst de :

- gecommanditeerde of beherende vennoten, hoofdelijk en onbeperkt aansprakelijk, met hoedanigheid van handelaars, dus t.o.v. de

- commanditaire vennoten of aandeelhouders die slechts beperkt aansprakelijk en geen handelaars zijn.

Beide soorten vennoten kunnen rechtspersonen of natuurlijke personen zijn ⁵(wat uiteraard niet kan in een BVBA ⁶). Het bestaan van twee soorten vennoten wijst reeds op een constante van de CV en een vitaal element voor onze benadering : de dissociatie tussen kapitaal en bestuur. Slechts de beherende vennoten kunnen een bestuursfunctie opnemen, terwijl aan de commanditaire vennoten alleen een passief aandeelhouderschap wordt toebedeeld. Maar hierover later ⁷.

Een wezenlijk onderscheid t.a.v. de gewone CV, waar de aandelen onoverdraagbaar zijn, is het feit dat het maatschappelijk kapitaal van de CVA geheel vertegenwoordigd is door overdraagbare aandelen (aan toonder dus en niet verplichtend op naam zoals dat het geval is voor de BVBA).

Iedere inbreng in geld of in natura, ook deze verricht door de zaakvoerder, wordt in aandelen vergoed. Het is m.a.w. mogelijk (en zelfs courante praktijk) dat de hoedanigheid van zaakvoerder en aandeelhouder gekumuleerd wordt door een beherende vennoot, wat echter uit den boze is voor een commanditaire vennoot ⁸. Hierbij moet men wel goed voor ogen houden, dat ook in dit geval de beherende vennoot onbeperkt aansprakelijk blijft en dat de schuldeisers van de vennootschap naast het maatschappelijk kapitaal, ook zijn persoonlijk vermogen als onderpand hebben ⁹. De bestuurders kunnen daarnaast natuurlijk ook nog een inbreng van industrie (of nog : know how, ervaring,...) doen, die overeenkomstig art. 29 par.3 Venn.W. niet in aandelen vergoed kan worden, maar

(5) BERTREL, J.P. & JEANTIN, M., *Acquisitions et fusions de Sociétés Commerciales. Aspects juridiques de l'ingénierie financière*, Paris, Ed. LITEC, 1989, nr. 508, 222.

(6) RONSE, J., LIEVENS, J., *De doorbraakproblematiek*, 1985, (133), 152.

(7) Cfr. infra p. 72.

(8) DALLOZ, *Répertoire des Sociétés*, 1, V° Commandite par actions, nr 34.

(9) VAN RYN, J., o.c., I, nr. 870, 517.

eventueel wel door een (statutaire) toekenning van een aanzienlijk deel van de winst of een bevoorrechte winstuitkering ¹⁰.

De voornaamste afwijking t.o.v. het regime van de NV, vindt men echter binnen de organen van de CVA, meer bepaald op het niveau van het bestuur. Zoals in de NV zijn er voornamelijk drie organen : bestuur, AV en controleorgaan.

Het bestuur wordt in de CVA waargenomen door één of meerdere beherende vennoten ; de hoedanigheid van zaakvoerder moet hen in de Akte van Oprichting worden verleend. Op hen drukt, naast hun onbeperkte aansprakelijkheid, nog de oprichtersaansprakelijkheid (art. 108 Venn.W.). Belangrijk is het feit dat een aandeelhouder geen bestuursfunctie mag opnemen, noch mag deelnemen aan het beheer van de CVA. Het gevaar bestaat immers dat hij ten aanzien van derden onbeperkt aansprakelijk wordt (art. 111 Venn.W.).

De mogelijkheid om de statuten m.b.t. het bestuur naar goeddunken in te richten en de verplichte statutaire benoeming van de zaakvoerder zijn ongetwijfeld pluspunten voor de CVA. Niet alleen is het mogelijk om de bestuurder quasi-onafzetbaar te maken ¹¹, maar verder nog om allerhande problemen op te lossen : de duur van het mandaat, in beginsel onbepaald, kan naar willekeur bepaald worden ; de in familiale ondernemingen vreselijke opvolgingsproblemen kunnen reeds in de statuten geregeld worden (bv. benoeming van de eerste zoon tot eerste opvolger, tweede dochter tot tweede opvolger, enz.) ¹²; bepaalde kwaliteitsvoorwaarden kunnen ook aan het bekleden van de zaakvoerderfunctie vastgeknoopt worden wat de kwaliteit ervan kan verzekeren ; de dood van de zaakvoerder zal geen ontbinding van de vennootschap betekenen (art. 114 Venn.W. bepaalt immers het tegendeel). Men mag evenwel niet vergeten dat de bestuurder, hoe radikaal de statuten ook zijn, niet onafzetbaar is. De rechter kan overeenkomstig art. 1856 BW, de bestuurder nog altijd afzetten op grond van wettige redenen, die uitsluitend ter zijner beoordeling staan ¹³.

De bestuurder van de CVA beschikt over een quasi-monopolie van de macht in zijn onderneming. Immers, naar analogie met de NV (toepassing

(10) DECONINCK, L., "De commanditaire vennootschap op aandelen. Rechtshistorisch curiosum of bruikbare vennootschapsvorm ?", *T.R.V.*, 1989, 189 ; RIPERT, G. & ROBLOT, R., *Traité élémentaire de droit commercial*, I, Paris, Lib. générales de droit et de jurisprudence, 1983, nr. 1614, 1093.

(11) Daarvoor hoeft men trouwens geen bijzondere bepalingen in de statuten te integreren, vermits het een logisch gevolg is van het feit dat de Algemene Vergadering de zaakvoerders krachtens art. 1856 BW niet kan afzetten.

(12) DALLOZ, *Répertoire des sociétés*, I, Tw. Commandite par actions, nr. 40.

(13) Rb. Kooph. Brussel, 8 maart 1894, *R.P.S.*, 1894, nr. 488, 118.

van art. 54 en 107 Venn.W) beschikt de zaakvoerder over dezelfde residuaire bevoegdheden als diens Raad van Bestuur¹⁴. De wetgever heeft mede omwille van de onbeperkte aansprakelijkheid, daar nog een veto-recht op alle belangrijke beslissingen van de Algemene Vergadering (art. 113 Venn.W.) aan toegevoegd. M.a.w. de bestuursfunctie bekleedt werkelijk een sleutelpositie in de CVA.

Verder dient hier nog op een essentiële mogelijkheid m.b.t. tot de bestuursfunctie in de CVA gewezen te worden. Er bestaat geen beletsel tegen het feit dat een rechtspersoon in een NV tot bestuurder zou aangesteld worden¹⁵; dit staat in schril contrast met de situatie in de BVBA waar dit uitdrukkelijk door de wetgever verboden is (art. 129 Venn.W.). Een mogelijkheid die in het licht van de onbeperkte aansprakelijkheidsproblematiek niet ongebruikt kan gelaten worden¹⁶.

De Algemene Vergadering (AV) heeft, hoewel de regels betreffende de AV in de NV principieel van toepassing zijn op de CVA, geen soevereine macht¹⁷. Zij wordt gevormd door aandeelhouders en vertegenwoordigt deze t.o.v. de zaakvoerders. Luidens art. 113 Venn.W. kan, behoudens andersluidend statutair beding, geen enkele belangrijke beslissing zonder instemming van de zaakvoerders genomen worden (cfr. supra p.8). De ratio van deze belangrijke beperking moet gezocht worden in de omstandigheid dat een beslissing van de AV bestaande uit beperkt aansprakelijke vennoten, de onbeperkt aansprakelijke vennoot niet tot handelingen mag dwingen waarvoor die tenslotte met zijn gehele vermogen zal moeten instaan¹⁸.

Twee bemerkingen dienen nog gemaakt te worden :

1) een andere ratio voor de zwakte van de AV, is de aanwezigheid temidden de aandeelhouders van de zaakvoerder(s) die via het mogelijk bezit van aandelen, hun stemrecht kunnen uitoefenen in de AV.

2) onder belangrijke beslissingen worden voornamelijk de beslissingen tot statutenwijziging, kapitaalverhoging, fusie, enz. bedoeld.

Het controleorgaan is volledig identiek met het controle-orgaan van de NV en dit sinds de wet van 21 februari 1985. Voordien was er een college van drie commissarissen¹⁹.

(14) VAN RYN, J., o.c., I, nr. 872, 517; GEENS, K., o.c., 18; TILQUIN, Le renouveau de la société en commandite par actions, *Bank- en Financieuzen*, 1991, 89.

(15) RONSE, J. & LIEVENS, I., o.c., nr. 133, 152.

(16) Cfr. infra p 13.

(17) VAN RYN, J., o.c., I, nr. 874, 518.

(18) BUTZLER, R., GEINGER, H. & HEIJERICK, N., *Inleiding tot het vennootschapsrecht*, Brugge, Die Keure, 1952; HEMARD, J., TERRE, F., MABILAT, P. e.a., *Sociétés Commerciales*, H., DALLOZ, Paris, 1974, nr. 1304, 1031.

(19) DECONINCK, L., o.c., 191.

Hiermee werden de belangrijkste karakteristieken van de CVA door-
gelicht, steeds besprenkeld met het vitaal antagonisme, kern van dit onder-
werp : de splitsing tussen kapitaal en bestuur.

Zodoende kan reeds hier ingegaan worden op de fundamentele voor-
delen en nadelen van voormelde karakteristieken.

B. DE VOORDELEN

Gelet op de nog komende bespreking van de verschillende construc-
ties, kan een korte schets van de voornaamste voor- en nadelen van de
CVA bijzonder hulpzaam zijn. De basisprincipes en problemen waarmee
straks gespeeld zal worden of waarvoor een oplossing gevonden zal moe-
ten worden, worden hier uitgelegd, meer nog, uitgerafeld.

1. De dissociatie tussen kapitaal en bestuur

Reeds meermaals ter sprake gekomen en bestempeld als kern van
deze studie, kan dit principe m.i. het redmiddel voor de zieke NV
genoemd worden ²⁰. De kerngedachte die erachter steekt, blijkt - zoals
benadrukt door VIANDIER - verre van nieuw te zijn ²¹. Reeds in de ven-
nootschapsrechtelijke voorhistorie (te situeren in de XVIIe en de XVIIIe
eeuw) werd het contract van commandite, dat de ambitieuze maar arme
ondernemer verbond met de rijke aristocraat, alom geprezen. In den be-
ginne zéér nauw verwant met de lening, bestaat de commandite in de
alliantie van een geldschietter-aandeelhouder met een ondernemer-be-
stuurder ²². Een logisch en zeer modern beginsel ²³, dat eveneens te vin-
den is in de NV. Inderdaad, maar op één belangrijke nuance na.

Het stemrecht, dat aan ieder aandeel vastplakt, wordt in de CVA ge-
neutraliseerd door de onafzetbaarheid van de bestuurder en diens veto-
recht. M.a.w. de aandeelhouder heeft geen vat op het bestuur ²⁴. Hoe on-
democratisch ook, deze bijzonder nuttige gedachte vindt men terug in
een indrukwekkend aantal beschermingsmechanismen :

(20) De andere oplossingen, die eveneens de stabiliteit van het bestuur en de continuïteit
van ondernemingen beogen, bestaan onverminderd.

(21) VIANDIER, A., *La Société en Commandite entre son passé et son avenir*, Lib. Tech-
niques, Paris, 1984, 8.

(22) BERTEL, J.P. & JEANTIN, M., o.c., nr. 502, 220.

(23) Men kan deze formule immers steeds vaker terugvinden in onze economische wereld,
ondermeer in een nieuw en "modern" bestuursconcept dat de duidelijke scheiding
tussen het beheer van de managers en de controle van de aandeelhouders beoogt ;
zie ondermeer BERTREL, J.P. & JEANTIN, M., o.c., nr. 502, 221 ; PAILLISSEAU, M., "Le
big-bang du droit moderne des sociétés, à la fin du XXe siècle", *I.C.P.*, éd. Générales,
1988, nr. 3330.

(24) DECONINCK L., o.c., 191.

aandelen zonder stemrecht met bevoorrechte dividenduitkering, croupierverhouding, certificering, structuurregeling²⁵. Ze pogen allen een oplossing te vinden voor het passief aandeelhouderschap, maar ook voor de vijandelijke overnames. Het is uitermate logisch dat vooral binnen deze laatste problematiek de kapitaal-bestuurdissociatie wonderen kan verrichten. Welk belang zou de raider immers hebben bij de verwerking van een vennootschap waarvan hij de onnipotente zaakvoerder niet eens kan afzetten? Ook al bezit hij de meerderheid in de Algemene Vergadering, zijn beslissingen (bv. statutenwijzing) worden geneutraliseerd door het vetorecht van de onafzetbare bestuurder. Een bijzonder doeltreffend mechanisme.

Verder weze nog beklemtoond dat het beginsel van de kapitaal-bestuurdissociatie bijzonder ten goede komt in deze moeilijke tijden; immers, de mogelijkheid om nieuwe middelen voor de onderneming aan te trekken zonder de controle te moeten prijsgeven, laat enerzijds een desinvestering van de familie in een familiebedrijf toe, anderzijds ook een herkapitalisering (zonder risico) voor vele (kleine) ondernemingen.

2. De onafzetbaarheid van de bestuurder

Nauw verweven met de vorige gedachte, ligt in dit principe het wezenlijk onderscheid met de NV vervat. De CVA kent immers de verplichting om de zaakvoerder(s) in de statuten te benoemen, wat de macht van de AV sterk (of geheel?) aan banden legt.

Deze onafzetbaarheid gunt de bestuurder een bijzonder praktische stabiliteit, die in schril contrast staat met de ad nutum herroepbaarheid van de NV-bestuurder²⁶. Het verschaft hem een grotere onderbouw voor zijn macht (zeker gekumuleerd met de residuaire bevoegdheden en het vetorecht) en kan als een soort retributie beschouwd worden voor zijn onbeperkte aansprakelijkheid.

3. De aandelen aan toonder

Zoals reeds meermaals benadrukt, zijn de aandelen in een CVA niet per se op naam. Hun *toonder*karakter heeft fiscale voordelen: de schenking door handgift, die onbelast blijft maar ook de anonimiteit die door de reeds zwaar belaste burger zeer geprezen wordt. Ook economisch kan

(25) VAN DER GRINTEN, W.C.L., Structuurregeling als beschermingsconstructie, in *Beschermingsconstructies*, GEENS, K., VAN DER GRINTEN, W.C.L. & VOOGD, R.P. e.a., Deventer, Kluwer, 1990, 13-19., enz.

(26) VAN RYN, J., o.c., I, nr. 868; BERTREL, J.P. & JEANTIN, M., o.c., nr. 516, 225.

het voordelig zijn over effecten aan toonder te beschikken, gezien vooral deze soort aandelen tot de beursnotering worden toegelaten ²⁷.

4. De souplesse en vrijheid

De grote vrijheid die aan de oprichters gelaten wordt, bij het inrichten van de statuten wordt algemeen als een enorm voordeel aanzien ²⁸. Niets is immers handiger voor een ondernemer dan de regels aan de fysionomie van de onderneming aan te passen, zeker vertrekkende van de stelling dat iedere entiteit zijn eigen problemen heeft. De mogelijkheid om naar goeddunken de al dan niet afzetbaarheid van de bestuurder te stipuleren, om de bevoegdheden van AV en zaakvoerder (art. 54 gecombineerd met art. 107 Venn.W.) te verruimen of integendeel te beperken, valt niet te misprijzen.

Maar ook de soepelheid, die voornamelijk te danken is aan de afwijkende bestuursregeling, maakt het de zaakvoerders duidelijk gemakkelijker. Geen collegialeit, geen dwingende regeling meer, die een doeltreffende snelle beslissingname in de weg staan.

5. De residuaire bevoegdheid

Dit vormt een wezenlijk kenmerk van de NV, dat binnen de CVA nog versterkt wordt door een vetorecht. Een combinatie van deze ruime bevoegdheden met de onafzetbaarheid van de CVA-bestuurder zal in het kader van een vijandelijke overname een geweldig wapen vormen.

Het is duidelijk dat er naast deze voordelen nog vele andere op erkenning zitten te wachten, maar m.i. kunnen bovenvermelde als voor naamste gelden, zeker in het licht van de overnameproblematiek.

Langzaam onthult de CVA zich als een vreselijke en oninneembare burcht, een quasi-perfekte combinatie van de voordelen van de NV (residuaire bevoegdheid) en BVBA (onafzetbaarheid). Maar hoedt u voor een te groot optimisme, want na de voordelen komen onmeedogenloos de nadelen aandragen.

C. DE NADELEN

1. De onbeperkte aansprakelijkheid

Het nadeel bij uitstek! zo meent de grote meerderheid der rechtsgeleerden die de mogelijkheid hebben gekregen zich over de CVA uit te

(27) Art.22, 1G van het KB van 18 september 1990.

(28) BERTREL, J.P. & JEANTIN, M., o.c., nr. 514 e.v., 225 ev..

laten ²⁹. Het is onaanvaardbaar voor een ondernemer-bestuurder dat zijn persoonlijk vermogen tot onderpand van de schuldeisers van de vennootschap zou dienen. En wellicht hebben ze gelijk! Nochtans dient dergelijke extreme mening enigszins gemilderd te worden.

Vooreerst moet de onbeperkte aansprakelijkheid niet als "Toorn der Goden" voor de zaakvoerder gezien worden; het is geen zuiver nadeel en kan in zekere mate zelfs als een pluspunt beschouwd worden. In vele gevallen betekent dit immers een bekrachtiging van zijn controle op de onderneming (hij neemt immers de risico's) maar ook, als de statuten zoiets voorzien, een grotere vergoeding (bv. via dividenduitkeringen) ³⁰.

Een andere reden tot relativeren is het "niet zo uitzonderlijk" karakter van deze onbeperkte aansprakelijkheid, vermits zij ook geldt in de gewone CV, de Vennootschap onder Firma en in beginsel in de Cooperatieve Vennootschap ³¹. Daarenboven wordt ze langzamerhand geëvenaard door een ander fenomeen, reeds courante praktijk in de grote vennootschappen: bij de minste twijfel wordt van de bestuurder een borgstelling geëist, wat zoals door VIANDIER beklemtoond, niet minder zwaar is ³².

Hoe juist ook, de echte doodsteek voor zij die de onbeperkte aansprakelijkheid van de beherende vennoot hekelen, is rechtsvergelijkend tot stand gekomen. Duitsland met zijn GmbH & Co KG, Nederland met zijn gewone CV met BVBA als zaakvoerder hebben het ideale idee ingevoerd om een vennootschap met beperkte aansprakelijkheid als statutair zaakvoerder te benoemen. Het is immers mogelijk om in een NV en dus ook in een CVA, een rechtspersoon tot bestuurder te benoemen ³³.

Dankzij deze constructie wordt de onbeperkte aansprakelijkheid gedragen door een vennootschap (NV, BVBA, Coop.V.) en niet langer door de zaakvoerder-natuurlijke persoon; de bestuurder(s) van deze zaakvoerder-vennootschap zullen nog aansprakelijk zijn, maar slechts als bestuurders.

Een andere mogelijkheid ter neutralisatie van de onbeperkte aansprakelijkheid - en die eveneens later uitgebreid aan bod zal komen - bestaat erin de CVA te laten functioneren als holdingmaatschappij van vennootschappen die wel een beperkte aansprakelijkheid kennen.

(29) VAN RYN, J., o.c., nr. 868, 516.

(30) BERTREL, J.P. & JEANTIN, M., o.c., nr. 559, 244.

(31) DECONINCK, L., o.c., 187.

(32) VIANDIER, A., o.c., 185 e.v..

(33) Zie ondermeer TILQUIN, T., o.c., p. 91, §5.

2. Een lagere kwotering

Hoewel niet formeel bewezen³⁴, is het meer dan waarschijnlijk dat de waarde van de aandelen van de CVA bij beursnotering lager zal liggen dan voordien, omdat "het weliswaar om aandelen gaat, maar slechts in een CVA waarvan de statutaire zaakvoerder onafzetbaar is en tevens het stembeleid in de exploitatievennootschap bepaalt"³⁵. Dit fenomeen kan ongetwijfeld vergeleken worden met de onderwaardering van de certificaten van "een Nederlands Administratiekantoor tot certificering" op de Nederlandse beurs.

3. Weinig investeringsaantrekkelijk

Deze mening, vooral geuit door Franse rechtsgeleerden³⁶, gaat natuurlijk regelrecht in tegen de hoop van vele ondernemers om via de CVA vreemde kapitalen aan te trekken, zonder plaats te moeten ruimen³⁷. Zij menen dat er wellicht slechts weinig belangrijke crediteurs zullen gevonden worden om in een vennootschap te investeren wiens beleid ze slechts marginaal kunnen beïnvloeden.

Hoewel op het eerste gezicht duidelijk, moet ook deze stelling genuanceerd worden. Er zijn immers talrijke financiers die geen inspraak in het beleid eisen, maar slechts een goed rendement van hun investering voor ogen hebben (denk maar aan Gemeenschappelijke Beleggingsfondsen, grote ondernemingen met een teveel aan cash,...). Met een duidelijke dividendpolitiek i.h.v. de CVA, studie van toekomstige cashflow, risico, enz. kan zulke investering zeker aanbevelenswaardig genoemd worden. A fortiori-argument in dit geval is de beursnotering van grote Franse CVA's zoals Michelin die blijkbaar geen problemen hebben gehad om investeerders aan te trekken.

Het zal de lezer niet ontgaan zijn dat vooral in de laatste twee nadelen gewezen wordt op de negatieve resultaten van een dissociatie kapitaalbestuur. De nuances die hierbij werden aangebracht, moeten echter voor gevolg hebben dat met een rustig gemoed overgegaan kan worden naar de studie van de verschillende constructies m.b.t. de CVA.

(34) Het bestaan van zeer diepgaande analyses kan evenwel als bewijs gelden; zie ondermeer LEASE, R.C., MC CONNELL, J.J., MIKKLESON, W.H., "The market value of control in publicly traded corporations", *Journal of Financial Economics*, 11 april 1983, 439-471; specifiek tabel 4, 460-461.

(35) GEENS, K., o.c., 12.

(36) VATINET, R., "Défenses anti-OPA", *R.S.J.S.*, 1987, nr. 21, 557.

(37) BERTREL, J.P., JEANTIN, M., o.c., 236; VAN RYN, J., o.c., I, nr. 437.

III. DE OMZETTING VAN NV IN CVA

De hiernavolgende benadering zal de lezer wellicht verbazen. Immers, naast de zuivere omzetting van de NV in CVA zal en moet ook sprake zijn van de meest gebruikte constructies, waaronder de holdingconstructies. Binnen de varianten zullen andere, minder bekende, doch even interessante toepassingsmogelijkheden van de CVA besproken worden.

A. DE MOGELIJKHEDEN

1. De omzetting van NV in CVA (*sensu stricto*)

Deze constructie, die de eenvoudige omzetting van NV in CVA beoogt, houdt een dubbel voordeel in: ze is relatief gemakkelijk door te voeren en kost niet te veel.

Overeenkomstig art. 168 en art. 70 bis, 5e lid, is er een $\frac{4}{5}$ meerderheid van de stemmen en een aanwezigheidsquorum van 50% nodig om de omzetting van NV in CVA door te voeren (wat a priori niet zo eenvoudig is³⁸). Zelf moet de Raad van Bestuur nog een verslag opmaken dat de redenen tot omzetting opgeeft en dat tijdig voor de AV waarin de omzetting besproken wordt, aan de vennoten wordt toegezonden (artt. 166-174 Venn.W.). Slechts dan kan de omzetting van NV in CVA effectief worden. Wat gebeurt er nu eigenlijk?

Voor de **aandeelhouders** verandert er bijna niets. Zij behouden hun hoedanigheid van niet-handelaar, blijven beperkt aansprakelijk en beschikken nog steeds over vrij verhandelbare aandelen (nu evenwel in een CVA).

Voor de bestuurders daarentegen, is de situatie heel wat veranderd. Ze moeten gecommanditeerde vennoot zijn en statutair benoemd worden, wat hen een quasi-onafzetbaarheid verleent. De keerzijde van de medaille is evenwel dat ze nu een onbeperkte aansprakelijkheid voor de schulden van de vennootschap dragen. In bepaalde gevallen, vooral voor kleinere ondernemingen, kan dit nog aanvaard worden; voor middelgrote en grote stelt dit echter enige problemen (meestal op het niveau van

(38) Het is immers overduidelijk dat het voor een (belangrijke) aandeelhouder niet gemakkelijk zal zijn om in te stemmen met een omzetting die zijn macht bijna tot nul herleidt! Financiële en andersoortige compensaties zullen dan wellicht ter overtuiging moeten voorgelegd worden. Deze beslissing moet verplicht voorafgegaan worden door een deskundig onderzoek van de voor deze gelegenheid opgestelde staat van het actief en passief door de bedrijfsrevisor, die daarover verslag uitbrengt aan de vennoten (art. 166 Venn.W.).

de opvolging)³⁹. Om dit haat te mijden bestaat een ideale oplossing⁴⁰: de benoeming van een vennootschap met beperkte aansprakelijkheid (BVBA, NV, Coop.V.) tot statutaire zaakvoerder.

Zodoende krijgen we een CVA, waarvan de aandelen onder de vroegere aandeelhouders verdeeld zijn en waarvan het bestuur waargenomen wordt door een onafzetbare, omnipotente BVBA-zaakvoerder. Het zal niemand verbazen dat het bezit van de aandelen van de BVBA niet te misprijzen valt gezien het de controle verleent over beide vennootschappen. Daarom ook zullen deze effecten bij voorkeur in het bezit van één of meerdere stabiele controleaandeelhouders gebracht worden.

De keuze van de BVBA als vennootschapsvorm voor de zaakvoerder wordt dan begrijpelijk: immers, de aan deze vennootschap inherente mogelijkheid om een beperkte overdraagbaarheidsregeling te organiseren, komt uiteraard goed van pas. Door bv. statutair te stipuleren dat de BVBA-aandelen slechts verkocht kunnen worden aan een andere BVBA-aandeelhouder, draagt men bij tot de conceptie van een stabiel aandeelhouderschap⁴¹.

Ter illustratie hiervan, een kort voorbeeld: in een familiale onderneming wensen de ouders het bestuur aan één of enkele van hun kinderen toe te vertrouwen, doch ook de kapitaalvertegenwoordigende aandelen onder alle kinderen te verdelen. Met de kinderen die bestemd zijn om de zaak te besturen, kan een BVBA opgericht worden, die beherende vennoot van de CVA wordt, terwijl het kapitaal van deze vennootschap verdeeld kan worden over alle kinderen. De BVBA-aandelen met beperkte overdraagbaarheid zijn in stabiele handen, het bestuur van de CVA wordt statutair benoemd, enz.⁴².

Een grauwe wolk komt echter zijn schaduw werpen over deze idylle: "Is een splitsing tussen kapitaal en bestuur in dergelijke mate mogelijk dat de controle-aandeelhouders het zich kunnen veroorloven om geen enkele meerderheidsparticipatie in de CVA te hebben?" M.i. (en in tegenspraak met wat cfr. supra p.10 geschreven werd) moet deze vraag ontkenkend beantwoord worden⁴³. Veronderstel immers dat een raider toch een meerderheidsparticipatie in de CVA zou verwerven. Op korte termijn is dit een slechte investering vermits hij niet de minste vat heeft op het bestuur, dat in handen is van de onafzetbare BVBA. Maar kan men op lange termijn niet vrezen dat er zich een soort blokkage in de onder-

(39) VIANDIER, A., o.c., 98.

(40) Cfr. supra p. 75.

(41) Het is overduidelijk dat men dezelfde oplossing had kunnen bekomen door de benoeming van een NV tot zaakvoerder en de overdraagbaarheid via een aandeelhoudersovereenkomst te beperken.

(42) DECONINCK, L, o.c., 192.

(43) VIANDIER, A., "Offres publiques et droit des sociétés", *Gaz.Pal.*, 1-3 mei 1988, 2; contra: BERTREL, J.P. & JEANTIN, M., o.c., nr. 542, 236 en nr. 545, 237.

neming zal voordoen. Quid immers met de beslissing tot statutenwijziging, fusie en met de goedkeuring van de jaarrekeningen, balansen,.... De raider (bv. een directe concurrent) zal met zijn meerderheidsparticipatie dezelfde resultaten bekomen als met een dumpingcampagne : de langzame versmaching van de KMO ⁴⁴.

Hoe extreem het voorbeeld ook moge blijken, het hoedt ons voor een te grote goedgelovigheid en dwingt ons tot het uitdenken van nieuwe oplossingen die echter niet ver te zoeken zijn. Immers, het volstaat voor de controle-aandeelhouders om naast hun meerderheidsparticipatie in de BVBA nog een (minimum) 51% / (ideaal) 75% -participatie in de CVA te hebben, goed voor ogen houdende dat ook deze participatie aan een beperkte overdraagbaarheidsregeling onderworpen moet worden (statu-taire aanvaardingsclausule, aandeelhoudersovereenkomst, certificering,...).

De omzetting van NV is hiermee (zowat) afgewerkt. Het gaat om een eerder eenvoudige constructie die de grote voordelen kumuleert een (bijna) perfecte splitsing tussen bestuur en kapitaal te veroorzaken, slechts weinig verandering te brengen in de aandeelhouders- en bestuurskringen (qua samenstelling) en vooral de bestuurders enige stabiliteit te gunnen.

Een andere constructie die eveneens te maken heeft met de omzeiling van de onbeperkte aansprakelijkheid is de holdingconstructie ⁴⁵.

2. De holdingconstructies ⁴⁶

Het kan op het eerste zicht paradoxaal lijken om de holdingconstructies te behandelen in een werk dat het eerst en vooral wil hebben over omzetting. Dit blijkt echter uit praktijk en theorie een noodzaak te zijn. De CVA speelt immers een belangrijke rol als vennootschapsvorm voor holdings. Andere redenen ter bespreking van deze constructie zijn :

- de omzeiling van de onbeperkte aansprakelijkheid.
- de vijandelijke overname : het is immers courante praktijk om de meerderheid van de aandelen in een beursgenoteerde vennootschap on-

(44) Dergelijke conflictsituatie moet ongetwijfeld leiden tot negociaties waarbij de bestuurders toegevingen zullen moeten doen ; men mag echter niet uit het oog verliezen dat de zaakvoerders bij deze onderhandelingen in een sterke(re) positie verkeren, wat hen ongetwijfeld waarborgen verschaft met het oog op hun toekomst.

(45) De CVA wordt immers holding van vennootschappen die wel een beperkte aansprakelijkheid kennen ; zie DECONINCK, L, *o.c.*, 188.

(46) De hier uitgelegde constructie is slechts een voorbeeld. Nog vele andere constructies met een CVA kunnen uitgedokterd worden. Zie bijvoorbeeld, de voor familiale ondernemingen geconcepioneerde constructie van het Jan Ronse Instituut, in X, Bescherming van familiebedrijven. Voorstel van het VBO, *o.c.*, 235-237.

der te brengen in een holdingvennootschap wiens aandelen niet ter beurze genoteerd worden, wat iedere O.O.B. de facto uitsluit.

De holdingconstructie ziet er als volgt uit : stel dat een NV X een holding opricht in de vorm van een CVA waarin de meerderheid (minimum 51% ideaal 75%) van de effecten van NV X worden ondergebracht. Deze holding-CVA zal tot doel hebben de effecten van de NV te beheren, vermits zij over diens "controle" beschikt⁴⁷. Het kapitaal van de CVA wordt dus samengesteld uit aandelen van de NV, ingebracht door de aandeelhouders die blijvend aan de controle van de NV willen deelnemen. In ruil daarvoor krijgen ze aandelen van de CVA. De andere aandeelhouders, die noch heil noch belang zien in dergelijke controle blijven gewoon aandeelhouder in de NV. Voor hen verandert niets.

De oprichting van de CVA zal - ter omzeiling van de onbepaalde aansprakelijkheid van de beherende vennoot -, gepaard gaan met de benoeming van een BVBA (het had ook een NV of Coop.V. kunnen zijn) tot statutaire en dus onafzetbare zaakvoerder⁴⁸. De aandelen van deze BVBA zullen allen in het bezit van de controle-aandeelhouders, die reeds aandeelhouder-commanditaire vennoot van de CVA waren, gebracht worden.

M.a.w. de controle van de NV, in handen van de holding CVA, ligt eigenlijk bij de BVBA die als statutair zaakvoerder "onafzetbaar is en tevens het stembeleid in de NV autonoom bepaalt"⁴⁹. Wie de puzzel uiteenhaalt, kan voor iedere vennootschap afzonderlijk het volgende stellen :

a) de NV (exploitatievennootschap): Er verandert niets. De controle wordt nu gewoon uitgeoefend door een holding-CVA die een meerderheidsparticipatie in de NV heeft. De bestuurders worden rechtstreeks benoemd door de BVBA (bestuurder van de holding). De resterende aandelen in de NV (die dus niet in handen van de holding zijn) kunnen uiteraard voor beursnotering in beschouwing genomen worden.

b) de CVA (holding): deze fungeert als beheerder van de meerderheidsparticipatie in de NV. Statutair kunnen bepalingen opgenomen ter bescherming van de belangen van de aandeelhouders (goede dividendpolitiek) maar ook in het belang van de vennootschap (korrekte uitoe-

(47) X, Bescherming van familiebedrijven. Voorstel van het VBO, o.c., 234; zie ook DAL, G., KEUTGEN, G., *Le droit des Sociétés et la protection contre les O.P.A. inamicales*, R.P.S., 1989, 238-239; X, "Les holdings Pilier du capital", in *La Libre Entreprise (supplement bij La Libre Belgique)*, 16-17 februari 1991, p. 1 e.v..

(48) Cfr. supra p.14.

(49) X, Bescherming van familiebedrijven. Voorstel van het VBO, o.c., 236 (figuur 3).

fening van het stemrecht in het belang van de dochter- en moedervennootschap)⁵⁰.

c) de BVBA (statutair zaakvoerder): het bestuur vande hele onderneming wordt in deze kleine vennootschap gecentraliseerd. De Algemene Vergadering wordt samengesteld uit de controle-aandeelhouders die naast hun participatie in de CVA over de totaliteit van de aandelen in de BVBA beschikken; de AV benoemt de bestuurder(s) in de BVBA (eventueel statutair) en dus onrechtstreeks ook in de NV.

In de statuten kunnen bepalingen in het belang van de aandeelhouders en de vennootschap opgenomen worden, evenals de voorwaarden waaraan toekomstige zaakvoerder moeten voldoen. Deze voorwaarden kunnen de kwaliteit van het toekomstige management waarborgen⁵¹. Ook opvolgingsproblemen kunnen in de statuten van de BVBA geregeld worden.

De holdingconstructie is m.a.w. een consecratie van het algemeen beginsel van de commandite, met name de splitsing van kapitaal en bestuur. Het bezit van de meerderheid van de BVBA-aandelen verleent immers de controle over de ganse onderneming. De overdracht van de directoriale macht in een familiale onderneming wordt hierbij tot het uiterste vergemakkelijkt (bv. via een overdracht van de meerderheidsparticipatie van vader op zoon⁵²). Nochtans gelden de reeds vermelde nuances⁵³ ook hier. De vraag die we ons kunnen stellen, is volkomen dezelfde als deze gesteld bij de omzetting van NV in CVA. "Moeten de controleaandeelhouders, die de aandelen van de BVBA in hun bezit hebben, ook een meerderheidsparticipatie bezitten in de CVA (waarvoor eveneens een overdraagbaarheidsbeperkingen moet uitgedokterd worden)?" Ter vermijding van een blokkage kan, zoals reeds gezegd, hier positief op geantwoord worden. Zonder deze problemen in de vergeethoek te plaatsen, zal de lezer nochtans moeilijk de voordelen van een holdingconstructie kunnen ontkennen:

- de controle over de NV wordt gecentraliseerd in de holding-CVA⁵⁴; de NV draagt de financiële last van de erfopvolging en erfverdeling niet;
- het bestuur van de BVBA heeft een duidelijke taak toebedeeld gekregen en ontloopt haar onbeperkte aansprakelijkheid;

(50) GEENS, K., o.c., 20-21.

(51) X, Bescherming van familiebedrijven. Voorstel van het VBO, o.c., 237; X, "Opvolgingsprobleem kan binnen bestaande wetgeving opgelost worden", *De Standaard*, 17 januari 1991, 13.

(52) BERTREL, J.P. & JEANTIN, M., o.c., nr. 540, 235.

(53) Cfr. supra p.18.

(54) BERTREL, J.P. & JEANTIN, M., o.c., nr. 61.

- het overnamerisico is quasi-onbestaand, zeker als de holding niet ter beurze genoteerd wordt;
- beperking van de fiscale last: de inbreng van de aandelen van de exploitatievennootschap X kost 0,5 procent aan registratierechten maar de overdracht van de aandelen binnen de CVA tussen kinderen kost niets (handgift zonder Registratierecht en zonder toepassing van art. 67,8 W.I.B.)⁵⁵;
- de dividenden uitgekeerd door de CVA zullen aan de bevrijdende roerende voorheffing onderworpen worden.

De nadelen kunnen evenmin genegeerd worden:

- een zware constructie die onaangepast is voor kleinere ondernemingen (minder dan 50 werknemers)⁵⁶;
- art. 76 Venn.W.: de beperking van het stemrecht van de in één hand verzamelde aandelen tot 20% zal nopen tot de creatie van twee holdingvennootschappen. Het ontwerp CLAES wil hier evenwel aan verhelpen door deze regel te schrappen.

3. De varianten

Uitgaande van een absolute dissociatie tussen kapitaal en bestuur in de CVA, wiens aandelen met Nederlandse certificaten vergeleken worden⁵⁷, slaat de verbeelding op hol en hoeft men niet lang te wachten op de meest gekke constructies.

De Franse vennootschapsjurist BERTREL ziet in de CVA niet alleen een wonderlijk beschermingsmiddel tegen vijandelijke overnames, maar erger nog een vreselijk wapen voor raiders⁵⁸. Zo stelt hij dat een bestuurder met een inbreng van zowat 300.000 BF een vennootschap ter waarde van drie miljard kan overnemen!!! Het volstaat immers een CVA-holding met een kapitaal van 600 miljoen FB dat volledig door vreemde (institutionele) beleggers wordt onderschreven, leningen ter waarde van 2,4 miljard te laten aangaan, goed voor ogen houdend dat het eigenlijke bestuur in handen is van een kleine BVBA, statutaire zaakvoerder met een kapitaal van 300.000 BF. Wanneer de drie miljard verzameld is, kan het ter beurze genoteerde target overgenomen worden. Een schoolvoorbeeld wellicht, maar dat theoretisch volkomen juist blijkt. Het "effet de levier" is er één van 1 tot 10.000. Het bewijs dat dit geen dromen zijn, vindt men in de aktualiteit.

(55) Bescherming van familiebedrijven. Voorstel van VBO, o.c., 235.23.

(56) X, Commanditaire vennootschap is ei van Columbus voor opvolging in KMO, in *Financieel-Economische Tijd*, 27 januari 1991, 2.

(57) X, Bescherming van familieondernemingen. Voorstel van het VBO, o.c., 235 in fine; K., o.c., 22.

(58) BERTREL, J.P., o.c., 187-188.

B. DE AKTUALITEIT

De aktualiteit van deze benadering in een algemener perspectief, kan als een positieve prikkel voor de verdediging van de CVA gelden. Immers, hoewel de heropleving van deze vennootschapsvorm zich in België nog steeds in een embryonaal stadium bevindt⁵⁹, zijn er hier en daar toch hoopgevende geluiden. Op 5 februari 1988 werd te Brussel een CVA opgericht, met name Lessius Capital I die de NV Lessius Capital als enige beherende vennoot-stataire zaakvoerder heeft. In 1989 kwam Eurodisneyland, vennootschap naar Frans recht, als eerste ter beurze genoteerde CVA op de Brusselse beurs terecht (doorlopende markt).

Naast deze heropleving in de praktijk van de CVA, dient ook verwezen te worden naar de vernieuwde interesse van de rechtsleer voor deze vennootschapsvorm. Dit kan als een onontbeerlijke premisse gelden voor een nieuwe "fièvre des commandites"⁶⁰.

Dezelfde evolutie is reeds lange tijd te merken in Duitsland en Nederland en wat minder lang maar met groot enthousiasme in Frankrijk.

De Duitse GmbH & Co KG is een gewone CV met een GmbH als zaakvoerder. Deze konstruktie, ontwikkeld in het zakenleven, kent nog altijd een groot succes in de Bondsrepubliek, vooral omdat zij een soepel bestuursregime kumuleert met een gunstiger belastingsregime (dan de kapitaalvennootschappen : AG, GmbH). De "Kommanditgesellschaft auf Aktien" kent daarentegen niet hetzelfde succes. Hoewel grote Duitse ondernemingen (Flick Industrie, Henkel,...) deze vorm hebben aangenomen, draagt zij het volle gewicht van een te ingewikkelde structuur, een te hoog minimumkapitaal (2 miljoen) en de onbepaalde aansprakelijkheid van de beherende vennoten.

Frankrijk, daarentegen, heeft mede dankzij het pionierswerk van enkele rechtsgeleerden en de recente overnamegolf, een plotse heropleving van de CVA gekend. Drie beursgenoteerde reuzeondernemingen ; met name Michelin, Casino en Chambon, golden voordien als schoolvoorbeelden voor de efficiëntie van de CVA⁶¹. Maar vooral sinds '86 en '87, is het aantal grote Franse ondernemingen die voor deze vorm kozen sterk

(59) In 1988 waren er nog 13 CVA's, waarvan nog 6 actief (de overige 7 waren in vereffening of in falig). In 1990 werd nog een CVA opgericht met name "Students Success", met een natuurlijke persoon als bestuurder ; zie X, "Findwerk Studententrepreneur", *Trends*, 14 februari 1991, 63.

(60) Ondermeer : TILQUIN, T., o.c.; DECONINCK, L., o.c.; FREDERICQ, S. & WYMEERSCH, E., "La prise de controle dans la société anonyme" in X, *Rapports belges au XIIe Congrès de l'Académie internationale de droit comparé*, 254.

(61) ZAPALSKI, P., Armes anti-OPA : les Français font de la résistance, *Entreprises*, 23 februari 1987, 4.

toegenomen. Zo ondermeer : Dubois Investment (holding van Castorama), La Carbonique ('88), Eurodisneyland ('89), Hermes ('89), Guichard-Perrachon & Cie,... Het is in de Franse zakenkringen algemeen bekend dat deze omzettingen in de meeste gevallen een defensief karakter hadden.

IV. EEN PASSENDE BESCHERMINGSCONSTRUCTIE IN HET KADER VAN VIJANDELIJKE OVERNAMES ?

A. AARD EN DOELTREFFENDHEID VAN DE MAATREGEL

De omzetting van NV in CVA zou men eerder een preventieconstructie dan een beschermingsconstructie kunnen noemen⁶². Ook al kan moeilijk ontkend worden dat deze maatregel overwegend ter bescherming van de bestuurders genomen wordt, stijgt ze toch boven deze louter protectionistische dimensie op. Ze wordt in wezen voor het openbaar bod, de vijandelijke overname getroffen (in tegenstelling tot de defensieve middelen *sensu stricto*) en beoogt blijvende gevolgen en essentiële structuurveranderingen die niet louter toegespitst zijn op de overnameproblematiek.

Immers, zoals reeds besproken⁶³, gunt deze vennootschapsvorm de bestuurders een zeer geprezen stabiliteit, bevordert zij de continuïteit van de onderneming en staat ze in voor een grotere vrijheid en flexibiliteit m.b.t. het inrichten der statuten.

Anderzijds, en dit is allerminst te misprijzen, gaat het om een wettelijke maatregel. Dit perspectief zet haar nog kracht bij en werpt alle rechtsonzekerheid van de tafel; geen rechter zal immers kunnen twijfelen aan de oprechtheid en toelaatbaarheid van dergelijke constructie.

En nu de cruciale vraag : is de omzetting van een NV in CVA (holding-constructies en varianten inbegrepen) een doeltreffende maatregel in het kader van onvriendelijke overnames ?

De vaststelling (cfr. *supra* p.24) geldt als a fortiori-argument ; in volle overnamegolf hebben vele Franse ondernemingen niet getwijfeld om zich in CVA om te zetten en geen van hen is de triestige prooi geworden van enige roekeloze raider. Het voorbeeld van de onderneming "Le Printemps", die zich dankzij haar CVA-vorm aan haar belagers kon onttrekken, is in deze sferen reeds mythe geworden⁶⁴.

(62) CARREAU, D. & MARTIN, J.Y., "Les moyens de défense anti-OPA en France", *Banque*, oktober 1990, 897.

(63) Cfr. *supra* p.11

(64) HEMARD, J., TERRE, F., MABILAT, P. e.a., o.c., nr. 1289, 1020.

Doch niet alleen in de troebele en gevaarlijke kringen van het empirisme verdedigt de CVA zich goed; ook op het vlak van de principes hoeft ze niet te blozen. Het beginsel van de dissociatie kapitaal-bestuur, reeds meermaals ter sprake gekomen, is uiterst aktueel in de overnameproblematiek. Wat is immers de essentie van een (vijandelijke) overname? Via het verwerven van een meerderheid van de aandelen van het target en van het aan deze effecten verbonden stemrecht de controle over de belaagde onderneming bemachtigen. Indien echter de aandelen *ontmand* worden doordat ze geen vat meer verlenen op het bestuur, zal de verwerving van dergelijke effecten totaal nutteloos blijken. Dit is nochtans het resultaat van de CVA-constructie. Hetzelfde beginsel (splitsing kapitaal-bestuur) vindt men trouwens in de meeste beschermingsconstructies terug: croupierverhouding, certificering, aandelen zonder stemrecht,....

Vooraf op dit laatste voorbeeld zou ik willen ingaan. VIANDIER benadrukt terecht dat de wettelijke invoering van de aandelen zonder stemrecht (met bevoorrechte dividenduitkering) door de Franse wet nG 78-741 van 13 juli 1978 totaal overbodig was ⁶⁵. Hetzelfde kan m.i. gesteld worden voor de (door Minister van Justitie Wathelet) recente invoering van dergelijke aandelen zonder stemrecht in ons land ⁶⁶. Waarom had de wetgever niet eenvoudigweg de ontwikkeling van de CVA kunnen promoveren? Het basisbeginsel en het te bereiken resultaat (de versteviging van de eigen middelen) zijn volledig identiek ⁶⁷. Erger nog, de CVA is - naast het probleem van de onvrijwillige drempeloverschrijding door aandelen zonder stemrecht veroorzaakt - nog beter aangepast aan de noden van de praktijk dan dergelijke aandelen, vermits deze laatste een beroep doen op de grote massa van beleggers, wat slechts via een openbaar beroep op het spaarwezen kan bereikt worden: een oplossing die voor de kleine onderneming uit den boze is. Men kan hier dus werkelijk van kwaadwilligheid i.h.v. de wetgever spreken.

Doch ook aan deze uitspraak moet de nuance aangebracht worden, die reeds meermaals ter sprake kwam. De (eventuele) verplichting, ter vermijding van een blokkage, om een meerderheid van CVA-aandelen in handen van de controle-aandeelhouders te houden, zal de CVA-constructie wellicht minder aantrekkelijk maken dan aandelen zonder stemrecht. De supplementaire financiële bijdrage (het behoud of de aankoop van

(65) VIANDIER, A., *La société en commandite par action entre son passé et son avenir*, Paris, Litec, 1983, 224.

(66) Art. 6 Wet 18 juli 1991 tot wijziging van de wetten betreffende de handelsvennootschappen gecoördineerd op 30 november 1935 in het kader van een doorzichtige organisatie van de markt van de ondernemingen en van de openbare overnameaanbiedingen, *B.S.*, 26/07/91, 16523.

(67) VATINET, R., *o.c.*, nr. 21, 557.

CVA-aandelen die aan een overdraagbaarheidsbeperking zullen onderworpen worden) is immers een impliciete ontkenning van het dogma van de absolute kapitaal-bestuurdissociatie, wat niet geval is bij aandelen zonder stemrecht waar dit dogma onaangeroerd blijft.

Besluitend kan dus gesteld worden dat de CVA-konstruktie een ernstige beschermingsconstructie is ⁶⁸, die een (onvriendelijke) overname de facto zeer moeilijk zal maken ; of zoals gesteld door TILQUIN : "L'idée sera donc surtout de se protéger contre un ramassage en bourse ou une offre d'acquisition peu sérieuse ou partielle, que découragerait le seul délai nécessaire à la mise en place d'un nouveau conseil de gérance et à la réalisation subséquente d'actifs" ⁶⁹. Om de besproken problemen weg te werken, zal zij wellicht een behoorlijke financiële inspanning van de controleaandeelhouders vergen.

B. EEN ALOMGELDENDE OPLOSSING VOOR ONDERNEMINGEN VAN ALLE AARD ?

M.i. wel. De Belgische rechtsleer schijnt deze oplossing vooral te verdedigen voor KMO's, liefst met familiale basis ⁷⁰. Het is echter duidelijk dat deze constructie, naar Frans (Casino, Michelin,...) of Duits (Friedrich Flick Industrie verwaltung, Henkel,...) voorbeeld ook voor grote ondernemingen kan gebruikt worden, zeker met benoeming van een rechtspersoon tot bestuurder. Verder dient nog gewezen op het grote succes van de limited partnership in de VS bij hoge risico-investeringen ⁷¹.

C. GELDIGHEID ONDER DE NIEUWE O.O.B.-REGELING ?

Idiotie vraag, zullen velen stellen, die overduidelijk een affirmatief antwoord moet krijgen. De Franse C.O.B. was tot voor kort (september 1990) niet dezelfde mening toegedaan en heeft ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders bij de omzetting in CVA van "La Carbonique" een koershandhavingsprocedure geboden ⁷².

Immers, zo stelde zij, "de CVA ontkracht de democratie binnen de Algemene Vergadering, evenals de wettige verwachtingen van de aandeel-

(68) CARREAU's mening is in dit opzicht minder genuanceerd : "l'arme est absolue, si ce n'est parfaite."; zie CARREAU, D.; MARTIN, J.Y., o.c., nr. 18, 898.

(69) TILQUIN. T., o.c., 90.

(70) DECONINCK, L., o.c., 187; GEENS, K, o.c., 15 e.v..

(71) VIANDIER, A., o.c., 222 e.v..

(72) Wet van 2 augustus 1989, aangevuld door het reglement van de "Conseils des Bourses de Valeurs" en van het reglement nr. 89-03 van de C.O.B., zie ook VIANDIER, A., o.c., 203.

houders⁷³. Een eigenaardige opinie jegens een wettelijke creatie! De CVA schendt de rechten en verwachtingen van de aandeelhouder niet in het minst, gezien de beleggers-aandeelhouders met volle kennis van de eigenaardigheden van de CVA op haar aandelen inschrijven. Een bijzonder vreemde stelling dus, die hopelijk de adviezen van onze jonge Commissie voor het Bank- en Financiewezen niet zal beïnvloeden.

V. BESLUIT

Het is met een trillende hand dat ik de pen ter hand neem bij deze laatste lijnen. Wellicht vermoeid, zeker verontrust. Immers, het is een slechts weinig bewerkte materie die hier gekneet wordt, vol onbekende domeinen. De toekomst van de Commanditaire Vennootschap op Aandelen is verre van rooskleurig, of niet?

De beginselen door de commanditaire vennootschap vooropgesteld, zijn uiterst nuttig en aktueel, zeker in het kader van de vijandelijke overnames. De vraag is echter of het target dit nieuw kleedje wel zal passen en verkiezen boven een ander product. Evenals de wetgever (aandelen zonder stemrecht?), is ook de ondernemer immers niet ongevoelig voor modetrends, zijn gedrag is even irrationeel als dat van de verbruiker.

Alles pleit nochtans voor een onverminderde opname van deze constructie door de Belgische vennootschappen. De verscheidenheid van de toepassingsmogelijkheden kan de ondernemer niet koud laten. De grote vrijheid die hem bij het inrichten der statuten gelaten wordt, maakt een handige modellering aan de eigen trekken van zijn onderneming mogelijk. De onafzetbaarheid zal hem de stabiliteit gunnen die nodig is om zijn ideeën ten volle te kunnen ontwikkelen, terwijl de vennootschap een zeer gunstige continuïteit tegemoet gaat.

Een wolkenloze hemel bestaat echter niet. De CVA is geen aards paradijs; erger nog, ik kan het niet laten om jegens deze vennootschapsvorm achterdochtig te blijven. Naast de vraag of een (ongenuanceerde) verabsolutering van het kapitaal-bestuursplitsingsbeginsel mogelijk is, rijst meedogenloos een andere: is de quasi-onafzetbaarheid van een bestuurder wenselijk? De overnames, zo stellen hun voorstanders, hebben (binnen het afstraffingsmodel) een zeer positieve invloed op de kwaliteit van het management. Immers, de kans om afgezet te worden bestaat slechts voor de bestuurders van slecht gerunde bedrijven. Een nieuw management zal het immers veel beter doen, waardoor de waarde van de aandelen onverbiddeijk zal stijgen. Hoewel niet formeel bewezen, kan ik het

(73) C.O.B., *Rapport*, 1987, 136; zie ook PERIJNEJ, J. & BERTRANDON, J., "Arme anti-OPA: la société commandite par actions remise en question", *M.T.F.*, nr. 5, mei-juni 1988, 58.

niet laten aan dergelijke theorie enige waarde te hechten. De onafzetbaarheid van de bestuurder, ook al is deze niet absoluut, stelt het probleem van de niet-gegarandeerde kwaliteit van het management. De sanctiemiddelen zijn immers uiterst beperkt en vinden slechts toepassing in extreme gevallen. De voorgestelde beschermingsconstructie zou m.a.w. van de positieve gevolgen van een overname doen afzien (waardestijging van de aandelen, efficiënter management, ...). Een Pyrrhusoverwinning?

Het zou triestig zijn om op deze laatste negatieve overwegingen te eindigen, vooral daar zij niet of slechts weinig op de keuze van de bedrijfsleiders zullen inspelen. Hoe ziet de toekomst van de CVA er dan uit? M.i. zal de CVA slechts een matig succes kennen, en dit om meerdere redenen. Op de vooravond van een recessie blijkt een plotse overnamegolf niet in het vooruitzicht te zijn; de geringe bekendheid van deze vennootschapsvorm (initiatieven zoals deze van de VBO zijn dan ook aan te moedigen⁷⁴) en de beperkte interesse van de bedrijfsleiders voor juridische innovaties⁷⁵ zullen ook in dit geval meespelen. Met deze genuanceerde overwegingen en vooral met een rustiger hart, dient een streepje onder deze studie getrokken te worden.

(74) Zie X, "Opvolgingsproblemen KMO kan binnenbestaande wetgeving opgelost worden", *De standaard*, 22 januari 1991, 15; X, "Bescherming van familiebedrijven. Voorstel van het VBO", o.c..

(75) In tegenstelling tot de fiscale nieuwigheden.

Touchées de plein fouet par la récente vague d'OPA, de très nombreuses sociétés européennes se sont adonnées aux plaisirs de la confection d'une protection efficace face aux raiders assoiffés. Des certificats aux actions sans droit de vote, en passant par les holdings, une multitude de mesures de protection ont vu le jour ces dernières années. Il y avait demande, l'offre a répondu. Dans certains cas même avec quelque bizarrerie.

Que penser en effet du "renouveau de la commandite par action", cette forme sociale archaïque et inefficace qui connut à partir des années '30 un lent mais sûr déclin. Une voie timide et marginale s'est fait entendre, d'abord en France puis dans notre royaume. Elle prône la réhabilitation immédiate de la commandite. La raison en est simple. Cette forme sociale combine les avantages de la société anonyme (large marge de manoeuvre pour le conseil d'administration,...) avec ceux de la commandite (irrévocabilité du mandat d'administrateur,...) sans les très importantes lacunes récemment mises à jour par la dernière vague d'OPA (impossibilité de garantir quelque stabilité à l'administrateur de la SA,...). Mais quid alors de la responsabilité illimitée du commandité? La nomination d'une société à responsabilité limitée comme administrateur de la SA fera l'affaire. Bref, de très alléchantes caractéristiques, qui dans de savantes structures (l'ingénierie financière), dont cette étude ne se veut que le trait grossier, peuvent être de la plus grande utilité, certainement dans un contexte de fusions et d'acquisitions.

Il sera donc, dans le présent article, fait étude tout d'abord des caractéristiques, ensuite des combinaisons majeures auquel se prête ce type de société, pour finalement en arriver à son objet même, à savoir sa capacité à fournir une défense optimale, une protection de qualité à nos sociétés (principalement PME) face aux OPAs inamicales.