

De positie van het management in een buy-out

Inleiding

Ondanks de kredietcrisis is de *buy-out*-markt, met name in de *midmarket*, nog volop in beweging. In vrijwel elke *buy-out* speelt het management een cruciale rol. De financiële investeerder (hierna: de investeerder) is voor het succes van zijn investering immers in grote mate afhankelijk van het management. Het management is verantwoordelijk voor de dagelijkse gang van zaken binnen de onderneming. Het moet gedurende de investeringsperiode van de investeerder zorg dragen voor de noodzakelijke waardegroei van de onderneming zodat bij de verkoop van de onderneming, in goed jargon, de *exit*, de investeerder de gewenste rendementen behaalt. In deze bijdrage wordt aan de hand van recente wetsvoorstellen en relevante jurisprudentie ingegaan op een aantal belangrijke juridische en fiscale aspecten die spelen rond de positie van het management bij een *buy-out*.

Hoe participeert het management?

Een van de sleutelementen van een *buy-out* is dat het management naast de investeerder mee participeert in de vennootschap. De investeerder zal, gelet op het belang van het management voor het welslagen van zijn investering immers een zo parallel mogelijk belang willen creëren.

Box 1, 2 of 3?

De eerste vraag die vaak zal spelen voor het management, is hoe te participeren in de vennootschap. De belangrijkste overwegingen zijn vaak fiscaal van aard waarbij, althans tot aanvaarding van het hierna besproken wetsvoorstel 'lucratieve belangen'¹, in zijn algemeenheid het volgende geldt. Indien een manager minder dan 5% van de nominale waarde van een bepaalde soort aandelen houdt, verdient het de voorkeur om de manager in privé te laten participeren zodat enige dividenden en verkoopopbrengsten in box 3 vallen en belast worden tegen effectief 1,2%. Indien de manager 5% of meer van de nominale waarde van een bepaalde soort aandelen houdt, heeft hij een zogenoemd aanmerkelijk belang en vallen enige dividenden en verkoopopbrengsten in box 2 tegen een tarief van 25%. In dat geval is het voor een manager vaak aantrekkelijker om de aandelen te houden via een persoonlijke houdstermaatschappij zodat hij gebruik kan maken van de deelnemingsvrijstelling en enige opbrengsten belastingvrij in de persoonlijke houdstermaatschappij kan ontvangen. De manager kan de opbrengsten dan in zijn persoonlijke houdstermaatschappij laten renderen en betaalt pas belasting (25%) bij dividenduitkering door de persoonlijke houdstermaatschappij aan de manager in privé.

1. Wetsvoorstel 31 459, Wijziging van enige belastingwetten (Belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen).

Sweet equity

Aangezien de middelen van het management vaak beperkt zijn en de investeerder vanuit de parallelle belangen-gedachte toch graag ziet dat het management een substantieel belang in de vennootschap verwerft, wordt het management meestal de gelegenheid geboden om tegen gunstigere voorwaarden dan de investeerder te participeren. De aldus tegen gunstigere voorwaarden verworven aandelen worden aangeduid als *sweet equity*. Dergelijke gunstigere voorwaarden worden vaak gecreëerd door de investeerder en het management weliswaar in de gewone aandelen naar rato van hun belang te laten investeren, maar de investeerder daarnaast een naar rato groter gedeelte van zijn investering te laten doen op instrumenten met een vaste coupon die behalve die vaste coupon niet verder mee delen in de winst, zoals cumulatief preferente aandelen of achtergestelde aandeelhoudersleningen. Zodoende verschuift de verhouding tussen gerechtigdheid tot winst en het geïnvesteerde bedrag in het voordeel van het management.

Wetsvoorstel 'lucratieve belangen'

Sweet equity geniet in toenemende mate de belangstelling van de fiscus. Steeds vaker stelt de fiscus dat de mogelijkheid om op gunstigere voorwaarden te investeren dan de investeerder een voordeel is dat de manager geniet uit hoofde van zijn dienstbetrekking en dus progressief in box 1 dient te worden belast. Met het onlangs door de Tweede Kamer geloopte wetsvoorstel 'lucratieve belangen' wordt getracht dit standpunt in de wet te verankeren. Kort gezegd komt het wetsvoorstel erop neer dat enige opbrengsten voor de manager uit zijn participatie in box 1 belast worden tegen een progressief tarief tot 52%, tenzij de manager via een persoonlijke houdstermaatschappij een aanmerkelijk belang in de vennootschap heeft (meer dan 5% houdt). In dat laatste geval is de manager echter verplicht om 95% van enige opbrengsten die zijn persoonlijke houdstermaatschappij ontvangt, nog in het jaar van ontvangst uit te keren naar privé. Die uitkering wordt dan belast in box 2 (25%). Voor managers die individueel een belang van minder dan 5% houden, wordt het zaak om hun belangen te *poolen* in een houdstermaatschappij zodat die houdstermaatschappij een aanmerkelijk belang in de vennootschap heeft (meer dan 5% houdt) en ieder van de managers weer een aanmerkelijk belang heeft in de houdstermaatschappij.

Indien het wetsvoorstel conform verwachting wordt aanvaard en zoals voorgesteld per 1 januari 2009 van kracht wordt, zal dit uiteraard grote gevolgen hebben voor het structureren van (en gezien het ontbreken van een voorgestelde overgangsregeling, reeds gestructureerde) managementparticipaties.

Stichting administratiekantoor

Naarmate de groep van managers die mee participeert groter wordt, zal een investeerder sneller geneigd zijn om de managers niet rechtstreeks in de houdstermaatschappij te laten investeren, maar via een stichting administratie-

kantoor (hierna: stak). De stak houdt dan de aandelen in de houdstermaatschappij waartegenover zij certificaten uit geeft aan de managers. Een dergelijke stak is fiscaal volledig transparant en heeft als voordeel dat de investeerder in de aandeelhoudersvergadering niet wordt geconfronteerd met iedere individuele manager maar alleen met het bestuur van de stak. De statuten van de stak kunnen dan bijvoorbeeld bepalen dat het bestuur van de stak wordt benoemd en ontslagen door de investeerder. Zodoende hebben de managers geen feitelijke zeggenschap in de vennootschap. Ook schriftelijke besluitvorming is makkelijker. Voorwaarde is wel dat het gaat om zonder medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten, zo niet dan hebben de certificaathouders (lees: de managers) op grond van artikel 2:227 lid 2 BW alsnog vergaderrechten. Na invoering van de wet 'vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht'² zal dit overigens zodanig worden gewijzigd dat alleen vergaderrechten toekomen aan certificaten waaraan vergaderrechten krachtens de statuten zijn toegekend.

Bestuurder of werknemer?

Voor zowel de investeerder als de manager is van belang of de manager als 'gewone' werknemer of als bestuurder wordt aangesteld. Het belangrijkste verschil tussen beide hoedanigheden is, op dit moment nog, de wijze waarop het ontslag tot stand komt. Een investeerder zal in zijn algemeenheid graag maximale flexibiliteit willen hebben om het ontslag van een manager te bewerkstelligen indien de manager in de ogen van de investeerder niet naar behoren presteert.

Ontslag

Om het ontslag van een gewone werknemer te bewerkstelligen, zal een werkgever, indien geen regeling in der minne kan worden getroffen, ofwel toestemming moeten verkrijgen van de Centrale Organisatie voor Werk en Inkomen (CWI, voorheen het Arbeidsbureau), ofwel de civiele rechter op grond van artikel 7:685 BW moeten verzoeken de arbeidsovereenkomst op korte termijn te ontbinden. De CWI of de kantonrechter kan besluiten dat er geen geldige reden is om het dienstverband te beëindigen, waardoor een werkgever dus niet van een werknemer afkomt.

Aangezien het Buitengewoon Besluit Arbeidsverhoudingen 1945 niet van toepassing is op bestuurders van vennootschappen³ hoeft voor het ontslag van een bestuurder de in de vorige alinea genoemde route niet te worden gevolgd. Het orgaan van de vennootschap dat bevoegd is tot benoeming van de bestuurder, is ook bevoegd tot ontslag van de bestuurder. In de meeste gevallen zal dit de algemene vergadering van aandeelhouders zijn. Voor een geldig ontslag

2. Wetsvoorstel 31 058, Wijziging van Boek 2 BW in verband met de aanpassing van de regeling voor besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid (Wet vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht).
3. Besluit van de minister van Sociale Zaken van 21 november 1972, Stcrt. 1972, 234.

zal het bevoegde orgaan een aantal procedureregels moeten volgen ten aanzien van de bijeenroeping van de aandeelhoudersvergadering (zie art. 2:219, 2:223, 2:224, 2:225 BW), de plaats waar de aandeelhoudersvergadering wordt gehouden (art. 2:226 BW) en ten aanzien van de bestuurder zelf (hoorplicht op grond van art. 2:8 BW en raadgevende stem op grond van art. 2:227 lid 4 BW). Als de procedureregels op de juiste wijze zijn nageleefd, zal het ontslagbesluit van het bevoegde orgaan zowel het bestuurderschap als de arbeidsrechtelijke verhouding doen eindigen, tenzij een wettelijk ontslagverbod aan die beëindiging in de weg staat of partijen anders zijn overeengekomen.⁴ Via de weg van artikel 7:681 BW, de kennelijk onredelijk ontslag-procedure, kan de bestuurder een beëindigingsvergoeding claimen, maar het herstel van de dienstbetrekking kan de rechter niet opleggen (art. 2:244 lid 3 BW).

Wetsvoorstel

Met de publiekrechtelijke toets van het CWI dan wel de privaatrechtelijke toets van de kantonrechter bevindt de gewone werknemer zich dus in een beter beschermde positie dan de bestuurder. Het kabinet wil de verschillen tussen de gewone werknemer en de bestuurder echter nog verder trekken en stelt in het voorontwerp van 13 maart 2008 'Wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van regels over bestuur en toezicht in naamloze en besloten vennootschappen' voor om de bestuurder uit het arbeidsrecht te halen met als doel, onder meer, het ontslag van een bestuurder te vergemakkelijken.

Het kabinet geeft de volgende redenen om de bestuurder niet langer als werknemer te kwalificeren:

- Wettelijke opzegverboden (te denken valt aan het opzegverbod tijdens ziekte) staan thans in de weg aan beëindiging van de arbeidsovereenkomst.
- Het afsluiten van opvolgende arbeidsovereenkomsten voor bepaalde tijd is begrensd door artikel 7:668a BW (welk artikel bepaalt dat als arbeidsovereenkomsten elkaar zijn opgevolgd met tussenpozen van niet meer dan drie maanden (1) een arbeidsovereenkomst voor bepaalde tijd slechts tweemaal voor bepaalde tijd verlengd kan worden en (2) de totale duur van de 'ketting' van arbeidsovereenkomsten voor bepaalde tijd een periode van drie jaar niet mag overstijgen).
- Een falende bestuurder moet niet worden beloond met een ontslagvergoeding die niet in verhouding staat tot de duur van de werkzaamheden of de geleverde prestatie.

De meest eenvoudige oplossing, zo geeft het kabinet aan, is de overeenkomst tussen bestuurder en vennootschap (wat voor vennootschap dan ook) niet langer aan te merken als een arbeidsovereenkomst.

4. HR 15 april 2005, NJ 2005, 484 (Eggenhuizen/Unidek Volumebouw).

Dit voorstel zal ongetwijfeld de nodige reacties oproepen en het is maar de vraag of het voorstel het (ongeschonden) tot wet zal schoppen. Mocht dat het geval zijn, dan zal het voor de manager nog belangrijker zijn om zich te realiseren waar hij in stapt. Zo zal de manager in deze nieuwe opzet bijvoorbeeld geen enkele bescherming genieten in geval van ziekte, noch wat betreft doorbetaling noch wat betreft zijn ontslag.

Aansprakelijkheid

Een tweede punt dat een manager zich zal moeten beseffen, is zijn aansprakelijkheidspositie. Als werknemer zal de manager slechts aansprakelijk zijn voor zijn daden indien bewezen kan worden dat hij met opzet of bewust roekeloos heeft gehandeld (art. 7:661 BW). Een bestuurder kan aansprakelijk zijn indien hem een ernstig verwijt valt te maken (art. 2:9 BW en jurisprudentie van de Hoge Raad⁵). Hoewel ook de toets voor een bestuurder een zware is, is duidelijk dat eerder sprake zal zijn van een ernstig verwijt dan van opzettelijk of bewust roekeloos handelen. In dat kader is het als manager uiteraard verstandig om, op kosten van de vennootschap, een bestuurdersaansprakelijkheidsverzekering af te sluiten.

Arbeidsovereenkomst of managementovereenkomst?

In het verlengde van de vraag 'bestuurder of werknemer' ligt de vraag 'arbeidsovereenkomst of managementovereenkomst'? Ook deze keuze is van belang voor zowel de vennootschap als de manager. Wederom zijn de overwegingen om voor een arbeidsovereenkomst dan wel een managementovereenkomst te kiezen vaak fiscaal van aard. In beginsel is over de managementvergoeding in tegenstelling tot over het salaris uit hoofde van een arbeidsovereenkomst geen loonbelasting verschuldigd.

Het staat partijen in beginsel vrij om samen te bepalen of een arbeidsovereenkomst of een managementovereenkomst wordt gesloten. Voor de vraag of er vervolgens feitelijk sprake is van een arbeidsovereenkomst, wordt echter niet alleen naar de bedoeling van partijen gekeken, maar ook naar de manier waarop partijen uitvoering geven aan de overeenkomst.⁶

Artikel 7:610 lid 1 BW definieert de arbeidsovereenkomst als een 'overeenkomst waarbij de ene partij, de werknemer, zich verbindt om in dienst van de andere partij, de werkgever, tegen loon gedurende zekere tijd arbeid te verrichten'. De managementovereenkomst is geen wettelijke term, maar is te kwalificeren als overeenkomst van opdracht ex artikel 7:400 BW ('overeenkomst waarbij de ene partij, de

5. HR 10 januari 1997, NJ 1997, 360 (Staleman/Van de Ven); HR 29 november 2002, NJ 2003, 455 (Schwandt/Berghuizer Papierfabriek); en HR 4 april 2003, NJ 2003, 538 (Skipper Club Charter/Jaarsma).

6. HR 14 november 1997, NJ 1998, 149 (Groen/Schroevers) en HR 10 december 2004, JAR 2005, p. 15 (Diosyth/Groot).

opdrachtnemer, zich jegens de andere partij, de opdrachtgever, verbindt anders dan op grond van een arbeidsovereenkomst werkzaamheden te verrichten die in iets anders bestaan dan het tot stand brengen van een werk van stoffelijke aard, het bewaren van zaken, het uitgeven van een werk of het vervoeren of doen vervoeren van zaken’).

Uit de jurisprudentie over de vraag of een overeenkomst als arbeidsovereenkomst moet worden beschouwd, blijkt ‘in dienst van’ het belangrijkste criterium voor de kwalificatie te zijn. Met ‘in dienst van’ wordt aangegeven dat er sprake is van een gezagsverhouding. In de praktijk is echter niet altijd duidelijk of er sprake is van een gezagsverhouding; hoe hoger de werknemer in de organisatie reikt, des te meer vrijheid zal hij immers krijgen. Dat wordt nog eens bemoeilijkt door het feit dat de opdrachtgever uiteraard het recht heeft om aanwijzingen te geven aan de opdrachtnemer (art. 7:402 BW).

Om aan deze (civiele) onzekerheid te ontkomen wordt er in de praktijk nogal eens voor gekozen de opdrachtnemer de managementovereenkomst aan te laten gaan via zijn management-BV. De gedachte is dat aangezien een rechtspersoon geen persoonlijke arbeid kan verrichten, er geen sprake kan zijn van een arbeidsovereenkomst tussen twee rechtspersonen.⁷

Het PGGM-arrest⁸ laat echter zien dat deze gedachte niet altijd stand houdt en ook een via een management-BV aangegane managementovereenkomst als arbeidsovereenkomst kan worden gekwalificeerd. In het kort ging het er in het PGGM-arrest om dat de bestuurder een management-BV had opgericht om zo deelname aan het bedrijfstakpensioenfonds van PGGM te omzeilen. PGGM stelde zich op het standpunt dat de natuurlijke persoon achter de management-BV wel degelijk een arbeidsovereenkomst met de Stichting Thuiszorg Rotterdam had, en partijen procedeerden over deze vraag door tot aan de Hoge Raad.

Conform de genoemde rechtspraak van de Hoge Raad,⁹ oordeelde het hof dat niet alleen naar de bedoeling van partijen moet worden gekeken, maar ook naar de manier waarop partijen uitvoering hebben gegeven aan de over

eenkomst. Deze uitvoering leidde het hof tot de conclusie dat er sprake was van een arbeidsovereenkomst tussen de bestuurder en de Stichting.

Tot die conclusie kwam het hof op basis van de volgende omstandigheden: (1) de beloning werd niet aan de management-BV maar rechtstreeks aan de natuurlijke persoon uitgekeerd; (2) voor de diensten werd geen btw in rekening gebracht; (3) de statuten van de Stichting bepaalden dat de werkzaamheden alleen door een natuurlijke persoon persoonlijk mochten worden verricht; en (4) de managementovereenkomst bevatte typische arbeidsvoorwaarden over ziekte en vakantie.

Het PGGM-arrest leert dat een constructie waarbij via een management-BV een managementovereenkomst wordt aangegaan, in beginsel nog steeds zal werken. Belangrijk daarbij is wel dat aan de volgende zaken aandacht wordt besteed:

1. Neem de partijbedoeling duidelijk op.
2. Arbeidsrechtelijke bepalingen (zoals doorbetaling tijdens ziekte en vakantiedagen) moeten worden vermeden.
3. Over de management fee wordt btw berekend en deze wordt aan de BV betaald en niet rechtstreeks aan de natuurlijke persoon.
4. De opdrachtnemer dient algemene aanwijzingen te krijgen in de plaats van specifieke instructies.
5. De opdrachtnemer heeft de mogelijkheid om voor verschillende opdrachtgevers te werken.
6. En de natuurlijke persoon achter de management-BV is niet verplicht de werkzaamheden zelf uit te voeren en kan, uiteraard alleen met toestemming van de opdrachtgever, door een ander worden vervangen.

Tot slot

Al met al dient een manager bij de aanvang van zijn participatie een aantal belangrijke keuzes te maken. Wordt hij aandeelhouder of certificaathouder? Houdt hij zijn aandelen of certificaten in privé of via een persoonlijke houdstermaatschappij? Wordt hij bestuurder of alleen werknemer? Gaat hij een arbeidsovereenkomst aan of verleent hij zijn diensten onder een managementovereenkomst? In deze bijdrage is uiteengezet dat keuzes die de manager maakt (al dan niet op dringend verzoek van de investeerder) grote gevolgen kunnen hebben voor de financiële en rechtspositie van de manager.

*Mr. E.A. de Best
Mr. K. Wiersma
Loyens & Loeff*

7. HR 9 juli 1990, NJ 1991, 215 m.nt. PAS (Bruins en Hoek/Arrow).

8. HR 13 juli 2007, JAR 2007, p. 231 en NJ 2007, 449 (Stichting Thuiszorg Rotterdam/Stichting Pensioenfonds PGGM).

9. HR 14 november 1997, NJ 1998, 149 (Groen/Schroevers) en HR 10 december 2004, JAR 2005, p. 15 (Diosyth/Groot).