

## Over de juridische fusie na een openbaar bod

De ontwikkelingen rondom het openbaar bod door het Zweedse telecombedrijf Tele2 op effecten in branchegenoot Versatel werpen een interessant licht op de toelaatbaarheid van juridische fusies in de Nederlandse overnamepraktijk. Uit sommige krantenberichten leek twijfel te spreken: ‘Tele2 trekt trukendoos open om aandeelhouders Versatel te dwingen aan te bieden. Is dat standaardpraktijk, of in strijd met de wet?’<sup>1</sup> Bij de Ondernemingskamer (OK) is van twijfel echter geen sprake.

Vrijwel tegelijkertijd heeft Shell, als sluitstuk van haar herstructurering, aangekondigd een fusie te willen bewerkstelligen met als doel een kleine minderheid uit te kopen.<sup>2</sup> Van deze aankondiging is – niet verbazingwekkend overigens – geruisloos kennisgenomen.

Op beide situaties wordt hierna ingegaan. Eerst volgen enkele inleidende opmerkingen over de juridische fusie na een openbaar bod.

### De tweetrapsfusie

Vendex en KBB lieten begin 1998 weten hun ondernemingen te willen samenvoegen. Vendex bracht hiertoe een bod uit op alle uitstaande aandelen in KBB. Na gestanddoening van het bod had Leyinvest B.V. (een dochter van Blokker Holding B.V.) een belang van ruim 6%, hetgeen een uitkoop in de zin van artikel 2:92a BW in de weg stond. De beoogde samenvoeging werd uiteindelijk bereikt door een juridische fusie waarbij KBB als verdwijnende vennootschap is opgegaan in Vendex. De mogelijkheid van de juridische fusie na gestanddoening was in het biedingsbericht aangekondigd. Leyinvest B.V. heeft in kort geding geprobeerd de fusie tegen te houden wegens – kortweg – gebrekkige onderbouwing van de ruilverhouding en strijd met het gelijkheidsbeginsel. Het mocht niet baten. De rechtbank wees de vorderingen af, en Leyinvest B.V. kreeg uiteindelijk – ondanks haar hardnekkig verzet – aandelen in de nieuwe combinatie VendexKBB.

Sinds de overnamestrijd om KBB is de juridische fusie na een openbaar bod algemeen geaccepteerd. Een dergelijk overnametraject, waarbij de doelvennootschap verdwijnt in (een groepsmaatschappij van) de bidder, is bekend onder de naam ‘tweetrapsfusie’. Ook in de rest van Europa en in de VS is dit een gebruikelijke procedure bij overnames (zie recent o.a. Lufthansa/Swissair).

Vendex/KBB was tot voor kort de enige zaak waarin de rechter zich heeft gebogen over een juridische fusie na een

openbaar bod. Uit de uitspraak in kort geding,<sup>3</sup> de noot van Van Solinge en de overige literatuur die volgde op Vendex/KBB, zijn de volgende hoofdlijnen af te leiden:

- *Transparantie* – Een juridische fusie met het doel een minderheidsaandeelhouder na een openbaar bod uit de doelvennootschap te halen is geoorloofd, mits de bidder zijn voornemens daartoe voldoende kenbaar maakt in het biedingsbericht.
- *Motief* – Juridische en financiële integratie zijn voor de hand liggende motieven voor een fusie na een openbaar bod. Het willen verplaatsen van de minderheid naar de beursgenoteerde holding van de bidder is op zichzelf ook een geoorloofd motief (de driehoeksfusie is als rechtsfiguur zelfs specifiek daarvoor bedoeld).
- *Beursgenoteerde NV* – de tweetrapsfusie is in Nederland voorbehouden aan bidders die een beursgenoteerde NV zijn.

De twee laatste punten verdienen een update, waarover hierna meer.

Tegenwoordig vermelden vrijwel alle biedingsberichten standaard de juridische fusie als mogelijk vervolg indien gestand wordt gedaan onder de 95%. Doorgaans wordt ook het recht voorbehouden na gestanddoening alle activa en passiva te verkopen of af te splitsen, de doelvennootschap te ontbinden of om te zetten in een andere rechtsvorm, en iedere andere juridisch toegestane methode toe te passen om volledige controle te verwerven. Aangezien de juridische fusie ook een goed alternatief kan zijn voor de uitkoopregeling (zie hierna over ‘De Shell-fusie’), verdient het vanuit praktisch oogpunt overweging het voornemen tot juridische fusie in het biedingsbericht los te koppelen van de 95%-grens.

Het voornemen tot fusie is in de praktijk meerdere keren uitgevoerd. Twee recente voorbeelden zijn KPN/SNT N.V. (2005) en Getronics N.V./PinkRoccade N.V. (2004). Bij die fusies kregen de minderheidsaandeelhouders aandelen in de beursgenoteerde N.V. van de bidder toegekend.

### Ook voor niet-beursgenoteerde en buitenlandse bidders?

De vraag die sinds Vendex/KBB min of meer is blijven staan, is of de tweetrapsfusie wellicht ook toelaatbaar is als de bidder niet een Nederlandse beursgenoteerde vennootschap is. De praktijk vindt inmiddels duidelijk van wel. De overname van Delft Instruments N.V. door New Lake Direct Investments B.V. (Alpinvest) in 2004 is een voorbeeld van een *public to private* transactie waarbij de doelvennootschap na gestanddoening in het biedingsvehikel is

---

1. Het Financieele Dagblad 22 september 2005.

2. Persbericht van Shell, 20 september 2005.

3. Rb. Amsterdam 11 juni 1999, JOR 1999, 174.

gefuseerd. Terwijl minderheidsaandeelhouders van SNT N.V. en PinkRoccade N.V. bij de juridische fusie liquide effecten kregen toegekend, moest de minderheid in Delft Instruments N.V. genoegen nemen met niet-verhandelbare aandelen in een BV. Dit verschil staat er op zich niet aan in de weg dat een dergelijke fusie evenzogoed geoorloofd is. De bieder kan als meerderheidsaandeelhouder immers ook omzetting van de doelvennootschap in een BV doordrukken. Leijten is dezelfde mening toegedaan, maar lijkt zijn conclusie te willen beperken tot de situatie waarbij een minderheid gedwongen wordt toe te treden tot een niet-beursgenoteerde NV zonder blokkeringsregeling.<sup>4</sup> De bij fusie toegekende NV-aandelen zijn dan, in vergelijking met de oude situatie, slechts 'minder' verhandelbaar. Er is echter geen rechtsregel die meebrengt dat minderheidsaandeelhouders in een beursgenoteerde vennootschap te allen tijde recht hebben op voortzetting van een belang in een *beursgenoteerde* vennootschap.

Kortom, minderheidsaandeelhouders kunnen met een fusie, evenals met een omzetting, worden gedwongen toe te treden tot een private besloten vennootschap. Als dit volgens de wettelijke regels gebeurt, is dat op zichzelf geen reden om strijd met de redelijkheid en billijkheid aan te nemen (art. 2:8 BW). Waarom zouden minderheidsaandeelhouders na een openbaar bod beter moeten worden beschermd dan ingeval een controlerend grootaandeelhouder zonder een voorafgaand bod een juridische fusie forceert? Risicodragend investeren in het kapitaal van een vennootschap betekent ook het risico aanvaarden dat het karakter van die investering kan wijzigen als gevolg van de aanwezigheid van een controlerend aandeelhouder. Dit is een risico dat uiteraard tegen excessen wordt beschermd door diverse wettelijke regels. Iedere aandeelhouder heeft bij het doen van zijn investering met een dan aanwezige grootaandeelhouder rekening kunnen houden, of is bij een openbaar bod in de gelegenheid gesteld tegen een goede prijs uit te stappen. Het verwachte wettelijk verplicht bod zal in geval van een stille opkoper uitweg bieden. Er bestaat verder geen rechtsregel die een aandeelhouder het recht geeft zijn kapitaaldeelname onder alle omstandigheden voort te zetten in dezelfde vorm als toen hij zijn investering deed. Nederland valt hiermee internationaal gezien niet uit de toon. De *squeeze-out merger* is ook in het buitenland een bekend fenomeen.

Van Solinge heeft betoogd dat onder voorwaarden een grensoverschrijdende juridische fusie mogelijk is waarbij een buitenlandse topholding aandelen toekent aan de minderheidsaandeelhouders van de doelvennootschap.<sup>5</sup> Deze

fusievorm is niet onomstreden. Het blijft voorsnog opmerkelijk dat Nederlandse beursgenoteerde bidders wel gebruik zouden kunnen maken van een juridische (drie-hoeks)fusie en een buitenlandse bieder niet. Ik zou mij kunnen voorstellen dat het discriminerende effect hiervan wellicht zelfs aanvechtbaar is voor het Europese Hof van Justitie. De Tiende EG-Richtlijn zal een einde maken aan de onduidelijkheid en voorzien in een wettelijke basis voor grensoverschrijdende fusies. Op de definitieve invoering van de Tiende EG-Richtlijn is het echter lang wachten. Er zijn nu al wel mogelijkheden om tegemoet te komen aan de wensen in de praktijk. Zo kunnen BV-aandelen (aangenomen dat een Nederlandse acquisitiestructuur wordt gebruikt) die worden toegekend aan de minderheid van de doelvennootschap, converteerbaar zijn in aandelen in de buitenlandse beursgenoteerde topholding. Dit komt neer op een drietrapsraket: bod, juridische fusie, conversie. In de statuten van de fusievennootschap kan het omruilmecanisme worden uitgewerkt. De minderheidsaandeelhouder krijgt zo de mogelijkheid zijn BV-aandelen in te wisselen voor verhandelbare effecten.

#### De Versatel-fusie

Op 14 september 2005 heeft Tele2 Finance B.V. (hierna: Bidco) een bod uitgebracht op effecten in Versatel Telecom International N.V. (hierna: Versatel). Na het uitbrengen van het bod is een relatief grote groep minderheidsaandeelhouders (circa 17%) opgestaan die geen genoegen neemt met de geboden prijs en voorts de rechtsgeldigheid betwist van het vervolgetraject na gestanddoening onder de 95%. De groep bestaat uit Amerikaanse investeerders en een groep individuele beleggers waarvan de belangen worden verdedigd door Stichting TeleNee. Deze minderheidsaandeelhouders hebben tezamen met de Vereniging van Effectenbezitters (de verzoekers) de OK verzocht om een enquête bij Versatel en voorlopige voorzieningen te treffen om het bod en de uitvoering van eventuele vervolgstappen op te schorten. De uitspraak die de OK heeft gedaan, bevat een aantal verhelderende gezichtspunten.<sup>6</sup>

De acquisitiestructuur en de voorgenomen juridische fusie zoals beschreven in het biedingsbericht, zijn voorzover hier relevant als volgt samen te vatten. Tele2 heeft Holdco opgericht tegen inbreng van Tele2 Nederland en Tango (de Luxemburgse operationele dochter van Tele2). Holdco is voorts enig aandeelhouder van Bidco. De verplichtingen van Bidco onder het bod worden gefinancierd met vreemd vermogen (de acquisitiefinanciering). De statuten van Holdco kennen verschillende klassen aandelen: Tele2 houdt aandelen A, die uitsluitend recht geven op winsten uit Tele2 Nederland/Tango (ook wel 'targeted stock' genoemd); de aandelen B zijn ook targeted stock en zien uitsluitend op de winsten uit Versatel en de daaraan gerelateerde acquisitiefinanciering. Als gevolg van de voorgenomen driehoeksfusie zal Versatel

4. A.F.J.A. Leijten in *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2003-2004*, Deventer: Kluwer 2004, p. 333.

5. G. van Solinge, *Juridische fusie in (inter)nationaal perspectief*, De NV 1995, p. 170-176; zie ook G. van Solinge & P.J. van der Korst, *Juridische fusie: grenzeloze mogelijkheden?*, *Onderneming & Financiering* 2003, nr. 58 en H.J. Portengen & L.F.A. Steffens, *Grensoverschrijdende fusie van vennootschappen*, *Ondernemingsrecht* 2004, p. 566-572.

6. Hof Amsterdam (OK) 27 september 2005, thans ongepubliceerd.

verdwijnen in Bidco, en Holdco aandelen B toekennen aan de minderheidsaandeelhouders. De bij juridische fusie aan de minderheidsaandeelhouders toe te kennen aandelen B zijn van een speciale sub-klasse met een preferent winstdelelend karakter dat de waardedrukkende acquisitiefinanciering compenseert. Het percentage van alle aandelen B die zij verkrijgen, zal gelijk zijn aan het percentage dat zij in Versatel hadden. Hun procentuele recht op winst uit Versatel blijft derhalve gelijk. Mede door de preferentie die is gekoppeld aan de aandelen B, gaan de minderheidsaandeelhouders er financieel niet op achteruit. Echter, door de aanwezigheid van andere activa in Holdco, vertegenwoordigd door de aandelen A, zal de totale zeggenschap van de minderheidsaandeelhouders verminderen in vergelijking met de oude situatie. In het biedingsbericht is de verwachting geuit dat een minderheid van 15% in Versatel na fusie minder dan 5% zeggenschap heeft in Holdco.

Verzoekers hebben tegen het bod verschillende bezwaren opgebracht. Hier relevant zijn de volgende stellingen:

1. de voorgenomen fusie is een omzeiling van de uitkoopregeling die gericht is op benadeling van de aandeelhouders die niet willen aanbieden (strijd met doel en strekking van de juridische fusie en strijd met art. 2:8 BW); en
2. de voorgenomen fusie is in strijd met de noteringsovereenkomst tussen Versatel en Euronext Amsterdam, en is voorts in strijd met de Euronext Rule Books.

Met een verwijzing naar de wetsgeschiedenis van de uitkoopregeling heeft de OK het eerste bezwaar terzijde gelegd. De uitkoopregeling is een recht van de grootaandeelhouder, en strekt niet tot bescherming van de minderheidsaandeelhouders. Strijd met de redelijkheid en billijkheid omdat de minderheid met niet-verhandelbare aandelen blijft zitten, daar wil de OK gelet op de betrapte transparantie niet aan. Voorts kan van financiële benadeling bij fusie geen sprake zijn zolang de ruilverhouding redelijk is. Het verlies aan zeggenschap na de fusie is volgens de OK inherent aan de herschikking van vermogensbestanddelen die plaatsvindt bij een juridische (driehoeks)fusie.

Ten aanzien van dat laatste punt kan worden opgemerkt dat een inbreng van Tele2's operationele vennootschappen in Versatel tegen uitgifte van nieuwe aandelen een vergelijkbaar effect zou hebben. Minderheidsaandeelhouders hebben bij die uitgifte in beginsel geen voorkeursrecht (art. 2:96a lid 1 BW) en zien hun zeggenschap slinken. Ik merk voorts op dat de juridische fusie met voldoende materiële en procedurele waarborgen voor de minderheidsaandeelhouders is omkleed. Mocht de besluitvorming tot fusie om welke reden dan ook onregelmatig tot stand zijn gekomen, dan kan een aandeelhouder vernietiging vorderen (art. 2:323 BW).

De OK heeft veel aandacht voor de door Tele2 aangevoerde – met name fiscale – redenen om de acquisitiestructuur op te zetten zoals beschreven in het biedingsbericht. Daarmee

wordt bereikt dat rente op de acquisitiefinanciering aftrekbaar is voor de vennootschapsbelasting, en kan een fiscale eenheid worden aangegaan. De biedprijs is mede totstandgekomen door de fiscale optimalisatie die met de structuur is beoogd. De verklaringen van Tele2 over de fiscale noodzaak van de driehoeksfusie komen de OK 'aannemelijk voor'. Onder die omstandigheden kan niet worden volgehouden dat de fusie uitsluitend bedoeld is om de minderheid uit te stoten. De OK concludeert dat in elk geval niet kan worden gezegd dat een dergelijke fusie in strijd is met doel en strekking van de fusieregels. De OK suggereert in het slot van overweging 3.18 zelfs van mening te zijn dat – ook indien uitstoting wel het enige motief is – een rechtsgeldig totstandgekomen fusie niet in strijd met doel en strekking van de fusieregels kan zijn. Wat daar ook van zij, de OK erkent in ieder geval het motief niet te willen blijven zitten met een minderheid op het niveau van de overgenomen werkmaatschappij. Aardig is dat de OK tevens oog heeft gehad voor het feit dat een doelvennootschap niet opgenomen kan worden in de fiscale eenheid van de bieder indien deze minder dan 95% van de aandelen houdt. De OK acht in dat licht de wens om van een minderheid verlost te worden 'op zichzelf legitiem'.

De OK heeft het tweede bezwaar snel van tafel. De noteringsovereenkomst met Euronext schept immers slechts verplichtingen voor de vennootschap, en geeft derhalve geen recht op voortdurende notering bij afwezigheid van een aandeelhouder met een 95%-belang (nog daargelaten of hier wel een derdenbeding ten behoeve van de minderheidsaandeelhouders kan worden verondersteld). Door een juridische fusie komen de aandelen te vervallen en daarmee is de noteringsovereenkomst uitgewerkt. De Euronext Rule Books voorzien niet in automatische voortzetting van een notering door de verkrijgende vennootschap indien het fonds verdwijnt.

### De Shell-fusie

Shell heeft haar reeds lang bestaande dubbele structuur met een Nederlandse en een Engelse holding vorig jaar opgeheven. Onderdeel van de herstructurering was een bod door de nieuwe Engelse moedermaatschappij op aandelen in N.V. Koninklijke Nederlandsche Petroleum Maatschappij.

Zoals gezegd heeft Shell aangekondigd de nog resterende aandeelhouders door middel van een juridische fusie 'uit te kopen'. Het belangrijkste verschil met eerdergenoemde fusies is dat hier reeds meer dan 95% in handen is. Terwijl uitkoop mogelijk is, is toch gekozen voor de juridische fusie. Shell heeft zelf aangegeven dat een fusie 'simpeler, sneller en kostenefficiënter' is.

Vreemd genoeg beperkt het biedingsbericht van Shell zich alleen tot 'methods to obtain 100 per cent. of the Royal Dutch Shares'.<sup>7</sup> De juridische fusie is niet een rechtsfiguur

7. Royal Dutch Offer Document, 19 mei 2005, p. 29.

waarmee alle uitstaande aandelen worden verkregen – deze vervallen juist – maar waarmee de onderneming wordt geabsorbeerd.

N.V. Koninklijke Nederlandsche Petroleum Maatschappij zal als gevolg van de fusie verdwijnen in Shell Petroleum N.V., een dochtervennootschap van de nieuwe Britse holding. Opvallend kenmerk van de Shell-fusie is dat de minderheid krachtens de ruilverhouding slechts een recht op contanten dan wel een converteerbare schuldvordering zal verkrijgen. De samenstelling van het aandelenkapitaal van Shell Petroleum N.V. en de ruilverhouding zijn kennelijk zodanig dat de minderheid geen recht op aandelen zal verkrijgen (zie art. 2:311 lid 2 BW). Voorts mag de ruilverhouding niet op de zogenoemde 10%-grens van artikel 2:325 lid 2 BW stuiten (de totale vergoeding in contanten mag niet meer bedragen dan 10% van het totale nominale kapitaal dat bij de fusie wordt toegekend).

Het belangrijkste voordeel van een normale uitkoopregeling is erin gelegen dat de minderheid definitief verdwijnt. Dit gebeurt echter ook bij de Shell-fusie, zodat effectief geen onderscheid meer is te bespeuren met de uitkoopregeling. Door Leijten was al opgemerkt dat een juridische fusie voordelen kan bieden boven de uitkoopregeling ingeval de 95% is gehaald.<sup>8</sup> Leijten heeft voorts echter opgemerkt dat een *cash out merger*, die blijkens haar constructie kennelijk als enig doel heeft de minderheid uit te stoten, gauw in strijd zal komen met de redelijkheid en de billijkheid.<sup>9</sup> Ook Dortmund meent dat een fusie ongeoorloofd kan zijn indien deze ‘alleen geschiedt met het oogmerk een of meer lastige aandeelhouders uit te stoten, zeker nu de weg van art. 2:92a BW gevolgd kan worden’.<sup>10</sup> Ik leid hieruit af dat indien de uitstoting slechts een neveneffect is van een fusie die overigens vanuit zakelijke motieven wordt doorgevoerd, er geen sprake hoeft te zijn van strijd met de redelijkheid en de billijkheid. Dergelijke motieven dienen onderbouwd te worden in de toelichting bij het fusievoorstel. Een meerderheidsaandeelhouder kan in dat geval een ‘uitkoopfusie’ inzetten zonder rekening te hoeven houden met het wel of niet mogelijk zijn van de 2:92a-procedure. Hij heeft dan derhalve beide instrumenten tot zijn beschikking (de juridische fusie voorzover de 10%-grens dit toestaat).

### Slotopmerkingen

Afrondend kom ik tot een paar conclusies. De tweetrapsfusie is niet voorbehouden aan Nederlandse beursgenoteerde bieders. Het is een geschikte rechtsfiguur voor buitenlandse bieders of voor *public to private* transacties. Aan de rechtsgeldigheid van een juridische fusie na een openbaar

bod valt niet te tornen, zolang deze voldoende is aangekondigd en aan alle wettelijke regels – waaronder een redelijke ruilverhouding – is voldaan. In de Versatel-zaak is door de OK terecht belang gehecht aan de openheid in het biedingsbericht en de aanwezigheid van zakelijke motieven voor de structurering van de overname. Ik zou menen dat strijd met artikel 2:8 BW in vergelijkbare gevallen pas in beeld zou kunnen komen bij (1) gebrek aan transparantie in het biedingsbericht, of (2) afwezigheid van zakelijke belangen bij de juridische fusie.

Tot slot merk ik op dat onder de nieuwe Wet toezicht effectenverkeer (van kracht per 1 juli 2005) zou kunnen worden betoogd dat een prospectusplicht geldt bij het toekennen van aandelen bij een juridische fusie na een openbaar bod.

Overigens ben ik van mening dat bij een driehoeksfusie met een doelvennootschap die verdwijnt in de bidder, geen aandelen aan de bidder hoeven te worden toegekend als gevolg van artikel 2:325 lid 4 BW.<sup>11</sup>

Mr. G.C. Meijer  
Allen & Overy

8. A.F.J.A. Leijten, Tien jaar uitkoop- en geschillenregeling (I), Ondernemingsrecht 1999, p. 204-209.

9. A.F.J.A. Leijten in Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2003-2004, p. 332.

10. P.J. Dortmund, Enige beschouwingen rondom aandelen (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 1989, p. 76-77.

11. Anders: G. van Solinge in Ondernemingsrecht 2004-5, nr. 59, en 2004-11, nr. 163.