

De activa/passiva-transactie als uitstotingsmethode

*Mr. P. H. C. van Leeuwen**

Inleiding

Bij een openbaar bod is het voor eenieder vaak van cruciaal belang dat hij erin zal slagen met zijn bod ten minste 95% van de aandelen in het kapitaal van de doelvennootschap te verwerven. Wanneer die drempel is behaald, kan de beursnotering van de doelvennootschap worden beëindigd, waardoor de (strengere) publicatieverplichtingen voor beursgenoteerde vennootschappen niet langer gelden en waardoor deieder de mogelijkheid heeft om de doelvennootschap om te zetten in een BV, hetgeen voor de financiering van het bod van belang kan zijn. Bovendien is de drempel van belang om de doelvennootschap in een fiscale eenheid te kunnen opnemen. Ten slotte kan deieder een uitkoopprocedure (art. 2:92a/2:201a BW) of een uitstotingsprocedure (art. 2:359c BW) starten om de resterende aandelen in bezit te krijgen en zich zo volledige eigendom van de doelvennootschap en haar onderneming te verschaffen. De aanwezigheid van minderheidsaandeelhouders in een dochtermaatschappij heeft immers allerlei nadelen voor deieder, zoals het moeten houden van fysieke aandeelhoudersvergaderingen en de onmogelijkheid van het doen van uitkeringen zonder dat de minderheidsaandeelhouders daarvan meeprofiten.

Deieder kan aan zijn bod een voorwaarde voor gestanddoening verbinden die erin bestaat dat het aanmeldingspercentage zodanig moet zijn dat deieder door het bod ten minste 95% van de aandelen verwerft. De kans van slagen van het bod wordt daarmee wel erg verkleind, zeker wanneer er één of meer aandeelhouders zijn met een belang van 5% of meer. Om die reden kiest deieder vaak toch voor een lager minimumaanmeldingspercentage en wordt relevant op welke manieren deieder na gestanddoening van het bod alsnog 95% van de aandelen in handen kan krijgen.

De meest gangbare maatregel die hiervoor wordt ingezet, is de juridische fusie. Bij een juridische (driehoeks)fusie krijgen de aandeelhouders in de verdwijnende vennootschap aandelen in (de (groot)moeder van) de verkrijgende vennootschap tegen een bepaalde ruilverhouding die wordt vastgesteld op basis van de waarde van die aandelen in het economisch verkeer (art. 2:328 BW). Door de doelvennootschap te laten fuseren met een vennootschap met een grotere waarde dan de doelvennootschap wordt het relatieve belang van de minderheids-

aandeelhouders na de fusie kleiner. Op deze manier zal het soms mogelijk zijn het belang van de minderheidsaandeelhouders te verwateren tot onder de 5%. Er is dan wel een aanzienlijke extra waarde nodig: om een 10% minderheid te verwateren tot 5% moet de doelvennootschap fuseren met een vennootschap van tweemaal haar waarde. Een dergelijke vennootschap zal niet altijd voorhanden zijn binnen het concern van deieder. Indien deieder beursgenoteerd is of een beursgenoteerde (groot)moeder heeft, kan door een (driehoeks)fusie worden bewerkstelligd dat de aandeelhouders, in ruil voor hun aandelen in de doelvennootschap, aandelen verkrijgen in de beursgenoteerde (moeder van de)ieder. De minderheidsaandeelhouders 'verdwijnen' dan als het ware tussen de vele aandeelhouders van de beursgenoteerdeieder of (groot)moeder van deieder. Zij bevinden zich in ieder geval niet meer op dochterniveau binnen de concernverhoudingen. Indien deieder echter niet behoort tot een beursgenoteerd concern, kan weliswaar met een juridische driehoeksfusie worden bewerkstelligd dat de minderheidsaandeelhouders op het niveau van de doelvennootschap verdwijnen, maar indien onvoldoende verwatering plaatsvindt, blijft ook na de fusie sprake van een bekleemde minderheid binnen het concern van deieder.

Een alternatieve maatregel betreft de activa/passiva-transactie. Hierbij verkoopt de doelvennootschap haar gehele onderneming aan deieder of een groepsmaatschappij van deieder, waarna de doelvennootschap nog uitsluitend een *cash box* is zonder onderneming. Vervolgens vindt liquidatie van de doelvennootschap plaats of een andere vervolgstap waarmee de minderheidsaandeelhouders een *exit* wordt geboden.

De juridische fusie als methode om minderheidsaandeelhouders uit te stoten is de afgelopen jaren verschillende malen aan rechterlijke toetsing onderworpen en – naar aanleiding daarvan – ook veelvuldig beschreven in de literatuur. Uit deze rechtspraak en literatuur kan een aantal richtlijnen worden gedestilleerd voor de behandeling van minderheidsaandeelhouders die niet op een openbaar bod zijn ingegaan. Tegen de achtergrond van die richtlijnen wil ik ingaan op de vraag wanneer en binnen welke grenzen een activa/passiva-transactie als uitstotingsmethode kan worden gebruikt en hoe deze zou moeten worden vormgegeven.

* Mr. P.H.C. van Leeuwen is werkzaam als advocaat bij NautaDutilh te Amsterdam.

Algemene richtlijnen voor de behandeling van minderheidsaandeelhouders na een openbaar bod

Het wettelijk kader voor wat betreft het instrument juridische fusie is gegeven in Boek 2 BW, maar in aanvulling hierop is in de jurisprudentie van met name de Ondernemingskamer (hierna: OK) en de Hoge Raad een aantal gedragsnormen ontwikkeld waaraan de verschillende betrokken partijen zich in geval van gebruik van de juridische fusie als uitstotingsmethode hebben te houden. De belangrijkste bron voor deze gedragsnormen wordt gevormd door de reeks Versatelbeschikkingen, die ik hierna zal bespreken. Het verzet van minderheidsaandeelhouders onder leiding van Centaurus Capital Limited tegen de diverse voorgenomen herstructureeringsmaatregelen van Versatel Telecom International N.V., gericht op uitstoting van de minderheidsaandeelhouders na het openbaar bod op Versatel door Tele2 Finance BV, heeft interessante jurisprudentie opgeleverd over de toelaatbaarheid van de juridische (driehoeks)fusie ter uitstoting van minderheidsaandeelhouders.¹ Uit deze rechtspraak is een aantal algemene richtlijnen af te leiden voor de behandeling van minderheidsaandeelhouders die niet op een openbaar bod zijn ingegaan; deze zet ik hierna op een rij.

Uitstoting als doel geoorloofd, stappenplan wordt in zijn geheel getoetst aan artikel 2:8 BW

Het is inmiddels vaste rechtspraak dat de wens van de grootaandeelhouder om niet bij voortduring belast te blijven met de aanwezigheid van minderheidsaandeelhouders op zichzelf legitiem is.² Er zijn echter beperkingen; onder omstandigheden kan een dergelijke transactie in strijd zijn met de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW.³ In de diverse beschikkingen inzake Versatel heeft de OK bevestigd dat de bieder Tele2 Finance na gestanddoening van het bod andere juridische instrumenten dan de uitkoopregeling, zoals fusie, splitsing, liquidatie of verkoop van activa, mag benutten om zich de volledige zeggenschap over (en eigendom van de aandelen van) doelwitvennootschap Versatel te verschaffen en Versatel 'van de beurs te halen'.⁴ Het staat de bieder vrij te kiezen voor een andere methode dan de uitkoopprocedure en er is dan ook geen sprake van 'ontduiking' van de uitkoopregeling indien de bieder van die rechtsfiguur geen gebruik kan of wenst te maken.⁵

Dit geeft een bieder echter nog geen vrijbrief voor wat betreft de concrete uitvoering. Bij de beoordeling van de voorgenomen uitstotingsmaatregelen kijkt de OK naar het hele stap-

penplan (in de Versatel-casus een combinatie van een driehoeksfusie met *tracking stock*) en toetst dit aan artikel 2:8 BW.⁶ Dit betekent dat het gehele plan in onderlinge samenhang bezien de toets van de redelijkheid en billijkheid zal moeten kunnen doorstaan. Een centraal element lijkt daarbij te zijn in welke mate de bieder vooraf openheid heeft betracht over zijn bedoelingen. Zo nam de OK in de Versatel-casus mede in aanmerking dat door Tele2 en Versatel 'klaarblijkelijk volledige transparantie is nagestreefd door het stappenplan uitvoerig in het biedingsbericht bekend te maken en toe te lichten', met name door aan te kondigen dat '*any other legally permitted method*' gebruikt kan worden om de minderheid uit te stoten.⁷

De hierboven beschreven maatstaven van de OK zijn door de Hoge Raad bevestigd, zij het met een enkele nuancering. De Hoge Raad heeft in Versatel I bevestigd dat de bieder de minderheid door middel van een constructie als de onderhavige (juridische fusie) tot onder de 5% mag reduceren om vervolgens de uitkoopregeling toe te passen. Dit geldt echter niet zonder voorbehoud. Een fusiebesluit dat enkel en alleen de strekking heeft de minderheid uit te stoten, kan volgens de Hoge Raad in strijd zijn met hetgeen van het bestuur van een beursvennootschap jegens haar aandeelhouders op de voet van artikel 2:8 BW wordt gevorderd door de redelijkheid en billijkheid. Er moeten dus bijkomende redenen zijn voor de fusie, naast toepassing van de uitkoopregeling. In het geval van Versatel waren de bijkomende redenen dat men binnen het Tele2-concern geen minderheidsaandeelhouders op het niveau van de werkmaatschappijen wilde hebben en dat de fusie om diverse fiscale redenen noodzakelijk was. De Hoge Raad nam daarmee genoegen.⁸ De Hoge Raad maakte nog een voorbehoud: de constructie kan onrechtmatig zijn (afhankelijk van de omstandigheden van het geval), waarbij moet worden meegewogen of de minderheidsaandeelhouders daardoor onevenredig worden benadeeld. Wanneer de fusie de eerste test heeft gepasseerd, dan resteert dus de toets of de belangen van de minderheid daardoor onevenredig worden benadeeld.⁹

Uit de hierboven aangehaalde beschikkingen komt een gemengd beeld naar voren. Aan de ene kant zien we dat de wens van de grootaandeelhouder om op termijn de minderheidsaandeelhouders uit te stoten op zich legitiem is. Aan de andere kant blijkt dat het uitvoeren van een transactie met geen ander doel dan het uitstoten van de minderheidsaandeelhouder (of het kunnen starten van een uitkoopprocedure) onrechtmatig kan zijn. Daartussen dient de bieder zich te bewegen. Ik zou hieruit voor het doel van deze bijdrage het volgende willen afleiden. Het 'stappenplan' van maatregelen

1. Zie voor een uitvoerig overzicht van de jurisprudentie in dit verband bijv. M.J. van Ginneken, *Vijandige overnames: de rol van de vennootschapsleiding in Nederland en de Verenigde Staten*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 79, Deventer: Kluwer 2010.
2. Pres. Rb. Amsterdam 11 juni 1999, JOR 1999, 174 m.nt. Van Solinge (Leyinvest/KBB).
3. Rb. Amsterdam 6 februari 2002, JOR 2002, 61.
4. Hof Amsterdam (OK) 27 september 2005, JOR 2005, 272 (OK Versatel I), r.o. 3.14.
5. Ibid., r.o. 3.15. Zie ook R.H. Hermans, noot bij OK Versatel I- en II-beschikkingen, *Ondernemingsrecht* 2006, p. 110-115.

6. Ibid., r.o. 3.21.

7. Ibid., r.o. 3.1.

8. HR 14 september 2007, NJ 2007, 610 m.nt. Macijer (onder NJ 2007, 612); JOR 2007, 237 m.nt. Assink (HR Versatel I), r.o. 4.3.

9. P.J. van der Korst, *Minderheidsaandeelhouders na een geslaagd bod*, in: M.P. Nieuwe Weme e.a. (red.), *Handboek Openbaar Bod*, Serie Onderneming en Recht, deel 46, Deventer: Kluwer 2008, p. 853-867.

die de bieder van plan is te nemen om zich volledige eigendom van de doelvennootschap en haar onderneming te verschaffen, dient door de beugel van artikel 2:8 BW te kunnen. Daarbij is van belang dat de voorgenomen transacties naast uitstoting ook een ander doel dienen, zoals het integreren van de doelvennootschap en haar onderneming in het concern van de bieder of het kunnen creëren van een fiscale eenheid. Door bij het ontwerp van het stappenplan rekening te houden met deze en andere richtlijnen voor de behandeling van minderheidsaandeelhouders na een openbaar bod kan de bieder punten scoren. De bieder doet er in ieder geval goed aan om het stappenplan uitvoerig in het biedingsbericht bekend te maken en toe te lichten. De bieder is er daarom bij gebaat dat het stappenplan voorafgaand aan het uitbrengen van het bod tot in detail wordt uitgedacht.

Corporate governance dient bescherming minderheidsaandeelhouders te waarborgen

De corporate governance van de doelvennootschap moet voldoende waarborgen bieden voor een adequate bescherming van de belangen van minderheidsaandeelhouders. Ook hier biedt de *Versatel*-casus een richtsnoer. De OK oordeelde in de tweede *Versatel*-beschikking dat, door benoeming tot de raad van bestuur en raad van commissarissen van *Versatel* van uitsluitend personen die ook zitting hebben in het bestuur van (een groepsmaatschappij van) *Tele2 AB*, duidelijk was dat een juiste afweging van de belangen van allen die bij de rechtspersoon betrokken zijn in gevaar komt en aldus een situatie wordt gecreëerd waarin onvoldoende waarborgen worden geboden voor een adequate bescherming van de belangen van minderheidsaandeelhouders. In een dergelijk geval moet juist elke vorm en schijn van belangenvermenging tussen een vennootschap en haar commissarissen worden vermeden, en daarom moet het uitgangspunt blijven gelden dat een commissaris niet deelneemt aan een discussie en de besluitvorming over een onderwerp of transactie waarbij deze commissaris een tegenstrijdig belang heeft, waarvan in ieder geval sprake is bij transacties met een rechtspersoon waarbij de commissaris een bestuursfunctie of toezichthoudende functie vervult.¹⁰ In de literatuur wordt aangenomen dat idealiter twee van de zittende commissarissen aanblijven na gestanddoening van het bod zolang er minderheidsaandeelhouders zijn.¹¹

De Hoge Raad achtte het oordeel van de OK niet onbegrijpelijk en liet het in stand:

‘Het betoog van het onderdeel dat het geoorloofd en begrijpelijk is dat leden van het bestuur van een groepsmaatschappij van *Tele2 AB* tot commissaris bij *Versatel* worden benoemd en dat de commissarissen zich naar het vennootschappelijk belang hebben te richten, ziet eraan voorbij dat voor het aannemen van tegenstrijdige belangen in een geval als het onderhavige voldoende is dat de

betrokken commissarissen te maken hebben met zodanig onverenigbare belangen dat in redelijkheid kan worden betwijfeld of zij zich bij hun handelen uitsluitend laten leiden door het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming.¹²

In de praktijk heeft zich op basis van de in *Versatel II* geformuleerde norm het gebruik ontwikkeld dat er na gestanddoening van het bod onafhankelijke commissarissen moeten zijn die zich in alle herstructureringsmaatregelen speciaal bekommeren om de belangen van de minderheidsaandeelhouders.¹³ De instemming van deze onafhankelijke commissarissen dient als legitimatie voor de herstructureringsmaatregel, waardoor de onafhankelijke commissarissen in feite een vetorecht hebben met betrekking tot de herstructurering. Het ligt daarom voor de hand dat de bieder zijn stappenplan voorafgaand aan het bod met de toekomstige onafhankelijke commissarissen afstemt. Hierdoor wordt de herstructurering na afloop van het bod onderdeel van een zorgvuldige besluitvorming door bestuur en commissarissen omtrent het bod.

Aanwezigheid van een exitmogelijkheid en billijke prijs

Dan tot slot de richtsnoeren voor wat betreft de exitmogelijkheid die de aandeelhouders in het kader van een juridische fusie moet worden geboden, in het bijzonder voor wat betreft de billijkheid van de prijs. Ook hierin voorziet de *Versatel*-casus. Bij het beoordelen van de juridische fusie als uitstotingsmethode nam de OK in *Versatel* als uitgangspunt dat de ruilverhouding in de fusie redelijk dient te zijn en dat dit is gewaarborgd door de door artikel 2:328 BW vereiste accountantsverklaring. Dat bij een juridische fusie verwatering kan optreden, is inherent aan deze rechtsfiguur en moet volgens de OK door de minderheidsaandeelhouders voor lief worden genomen.¹⁴ In de diverse commentaren bij deze uitspraak is de vraag gesteld of een redelijke ruilverhouding alleen wel voldoende compensatie is wanneer de minderheid haar aandelen niet vrijelijk meer kan verkopen als gevolg van de fusie.¹⁵ Het enkele feit dat de beurshandel in aandelen van de doelvennootschap als gevolg van de juridische fusie illiquide is geworden, is volgens de OK echter onvoldoende om aan te nemen dat niet is voorzien in een deugdelijke exitmogelijkheid. Een professionele investeerder moet zich immers bewust zijn geweest van dit risico toen hij ervoor koos niet op het bod in te gaan.¹⁶

Ik leid hieruit het volgende af. De OK hecht er belang aan dat aandeelhouders een redelijke *exit* wordt geboden. De minderheidsaandeelhouders moeten echter ook tot op zekere hoogte de consequenties aanvaarden van hun keuze om het bod niet te accepteren. De compensatie onder de herstructurerings-

10. Hof Amsterdam (OK) 14 december 2005, JOR 2006, 7 (OK *Versatel II*), r.o. 3.6.

11. Zie ook Hermans 2006.

12. HR 14 september 2007, JOR 2007, 239 (HR *Versatel II*), r.o. 4.5.

13. Zie recent over de rol van de onafhankelijke commissarissen Hof Amsterdam (OK) 3 maart 2010, JOR 2010, 153 (Océ/Canon), r.o. 3.10.

14. OK *Versatel I*, r.o. 3.20.

15. Zie bijv. Hermans 2006.

16. Hof Amsterdam (OK) 12 februari 2007, JOR 2007, 69 (OK *Versatel III*).

maatregel hoeft niet in alle opzichten even gunstig te zijn als de geboden *exit* onder het bod. Wel geldt dat de vergoeding die in het kader van de herstructureringsmaatregel aan de minderheidsaandeelhouders wordt geboden in de gegeven omstandigheden aan de ondergrens van billijkheid zal moeten voldoen.

Tussenconclusie

Alles overziend, volgen uit de verscheidene Versatel-beschikkingen de nodige richtsnoeren aan de hand waarvan in de praktijk een juridische fusie in het kader van een uitstotings-scenario vormgegeven kan worden. Deze richtsnoeren zien achtereenvolgens op (1) de vereiste zakelijke redenen om tot uitstoting van een resterende minderheid over te mogen gaan en de vooraf geboden transparantie, (2) de waarborgen in de governance die in dat kader ten gunste van de uit te stoten minderheidsaandeelhouders aanwezig dienen te zijn, en (3) de vereisten aan de modaliteiten van de uitstoting, met name voor wat betreft de in dat kader geboden vergoeding. Zo geeft de Versatel-jurisprudentie op hoofdlijnen een ‘roadmap’ voor hoe het middel van juridische fusie in de praktijk kan worden ingezet als vervolgstap op een openbaar bod teneinde de resterende minderheidsaandeelhouders op het niveau van de doelvennootschap uit te stoten.

De activa/passiva-transactie als uitstotingsmethode

De activa/passiva-transactie is een snelle methode voor de bieder om zich de volledige eigendom van de onderneming te verschaffen. Als eerste stap koopt de doelvennootschap al haar activa en passiva, zoals aandelen in dochtervennootschappen, contracten, schulden en tegoeden aan de bieder of een volledige dochter van de bieder. Na overdracht van de activa en passiva en betaling van de koopprijs is de doelvennootschap een beursgenoteerde vennootschap zonder onderneming, met als (vrijwel) enig actief de koopprijs. De onderneming bevindt zich dan in het concern van de bieder in een vennootschap zonder minderheidsaandeelhouders. Vervolgens dient de doelvennootschap nog een vervolgstap te nemen, die erin resulteert dat de koopprijs aan de aandeelhouders wordt uitgekeerd, zoals door middel van een ontbinding gevolgd door een liquidatie-uitkering. Aldus kan de activa/passiva-transactie onder omstandigheden een effectieve uitstotingsmethode na openbaar bod zijn, maar ook een alternatieve transactiestructuur voor de overname van een beursfonds in plaats van een openbaar bod.¹⁷

Net als bij de juridische fusie geldt dat het doen van een activa/passiva-transactie als uitstotingstransactie aan bepaalde richtlijnen en gedragsnormen is gebonden. In het navolgende zal ik deze richtlijnen en gedragsnormen kort nalopen, waarbij ik mede aansluit bij de normen zoals die ten aanzien van de juridische fusie zijn ontwikkeld. Tevens geef ik aan welke gebruiken er op verschillende punten in de praktijk zijn ont-

staan en doe ik een aantal concrete aanbevelingen op punten waar de praktijk nog volop in ontwikkeling is.

Besluitvorming

De verkoop door de doelvennootschap van haar gehele onderneming is op grond van artikel 2:107a BW onderworpen aan de goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders. Een dergelijk aandeelhoudersbesluit kan bij gewone meerderheid worden genomen. Na gestanddoening van het bod heeft de bieder (normaal gesproken) de meerderheid in de algemene vergadering en het nemen van dit besluit zal dan ook geen probleem opleveren. In theorie kan op deze manier een ‘minderheid’ van iets minder dan 50% worden uitgestoten. Artikel 2:107a BW verlangt nu eenmaal geen grotere meerderheid. Ook gelet op het arrest van de Hoge Raad inzake ABN Amro/Lasalle¹⁸ zal een uitbreiding – op grond van de redelijkheid en billijkheid of andere grond – van de bevoegdheid van de algemene vergadering op grond van artikel 2:107a BW niet zomaar worden aangenomen. Dat laat onverlet dat de rechter zal beoordelen of de belangen van de minderheidsaandeelhouders niet onevenredig worden benadeeld door de maatregel. Het ligt voor de hand dat een rechter hierbij zal aansluiten bij de evenredigheidstoets die eerder in de context van de juridische fusie in Versatel I is geformuleerd.¹⁹

Voorts moeten bestuur en raad van commissarissen van de doelvennootschap instemmen met de verkoop. Wanneer de bieder na gestanddoening van zijn bod tot deze maatregel besluit, is de instemming van de onafhankelijke commissarissen nodig. Ook ligt het in de gegeven omstandigheden voor de hand dat de niet-onafhankelijke commissarissen (zo die er zijn) zich van de beraadslaging en besluitvorming ter zake zullen onthouden. Juist doordat bij de activa/passiva-transactie een grotere minderheid gemakkelijker kan worden gepasseerd, komt een grotere nadruk te liggen op de zorgvuldige besluitvorming door de bestuurders en commissarissen die met deze transactie akkoord gaan. De prijs die voor de onderneming wordt betaald – en de wijze waarop de koopprijs voor de onderneming bij de (minderheids)aandeelhouders terechtkomt – zal voor hen een belangrijke factor zijn. Conform de vereisten van zorgvuldige besluitvorming zullen bestuur en raad van commissarissen in veel gevallen een *fairness*-opinie willen verkrijgen op de koopprijs voor de onderneming.²⁰

Koopprijs en betaling

Om te voorkomen dat de bieder tweemaal moet betalen (eerst aan de aandeelhouders die hun aandelen hebben aangeboden onder het bod en vervolgens aan de vennootschap voor de verkrijging van de onderneming) wordt overeengekomen dat de bieder de koopprijs voor de onderneming niet (geheel) in contanten betaalt, maar (deels) in de vorm van een ‘*loan note*’, waarbij de bieder (een gedeelte van) de koopprijs verschuldigd blijft aan de doelvennootschap. Het bedrag van de *loan note*

17. Zie bijv. de overname van Super de Boer door Jumbo.

18. HR 13 juli 2007, NJ 2007, 434 (ABN Amro).

19. HR Versatel I, r.o. 3.21.

20. Zie bijv. OK 21 december 2005, JOR 2006, 8 (EVC).

kan op een later moment worden verrekend met een vordering van de bieder op de doelvennootschap in de tweede fase.

Tweede fase: exit voor minderheidsaandeelhouders

Een zeer belangrijk onderdeel van het stappenplan is de voorziene vervolgstap waardoor de minderheidsaandeelhouders een *exit* wordt geboden en zij hun deel van de koopprijs ontvangen. Dit kan bijvoorbeeld door middel van liquidatie van de doelvennootschap. Dat werkt in grote lijnen als volgt.

In zijn positie als meerderheidsaandeelhouder kan de bieder een besluit tot ontbinding nemen en een vereffenaar aanwijzen. De vereffenaar zal een inventarisatie maken van de schulden en baten van de vennootschap. Nu de vennootschap haar gehele onderneming inclusief alle schulden heeft verkocht, zal de onderneming in beginsel slechts één bate hebben (de koopprijs) en geen schulden. De vereffening zou daarom eenvoudig moeten zijn en de uiteindelijke uitkering van het liquidatieoverschot zou gelijk moeten zijn aan de koopprijs voor de onderneming gedeeld door het aantal uitstaande aandelen. Na uitkering van het aanwezige actief houdt de vennootschap op te bestaan (zie art. 2:19 lid 1, 5 en 6 BW). Voor zover de bieder nog schulden heeft aan de doelvennootschap (de *loan note*), kunnen deze worden verrekend met de liquidatieuitkering.

In de praktijk kan het een uitdaging zijn om te zorgen dat de doelvennootschap daadwerkelijk vrij is van (potentiële) schulden en verplichtingen. Dat vergt een nauwkeurige inventarisatie van verplichtingen die aan de vennootschap kleven en kosten die de vennootschap zal moeten maken tot het einde van de liquidatie. Om zeker te weten dat het actief (de koopprijs) niet gedurende de tweede fase wordt 'opgegeten', zou de koper van de onderneming zich in de koopovereenkomst moeten verplichten tot vrijwaring van de doelvennootschap van alle mogelijke claims en tot vergoeding van alle kosten van de doelvennootschap in verband met de liquidatie (bijvoorbeeld kosten van adviseurs).²¹

Of liquidatie van de doelvennootschap voor de bieder een gunstig alternatief is, hangt af van de fiscale positie van de doelvennootschap en de bieder. Een liquidatieuitkering is in beginsel belast met dividendbelasting. De mogelijkheid van de overige aandeelhouders om tot verrekening dan wel teruggave van (Nederlandse) dividendbelasting te komen is een persoonlijke omstandigheid van die aandeelhouder waar de bieder in beginsel geen rekening mee hoeft te houden. Dit blijkt uit een overweging ten overvloede van de OK bij Versatel I.²² De route van liquidatie kan dus ook worden gekozen indien dit voor bepaalde aandeelhouders een fiscaal nadeel zou opleveren.

Indien liquidatie van de doelvennootschap niet wenselijk is (omdat dit bijvoorbeeld voor de bieder fiscaal ongunstig is), zal een andere vervolgstap moeten worden genomen. Gedacht kan worden aan een tweede openbaar bod door de bieder, een inkoopbod door de doelvennootschap, aankopen door de bieder via de beurs, een grensoverschrijdende fusie waarbij de mogelijkheid bestaat voor de aandeelhouders om te kiezen voor een vergoeding in geld in plaats van in aandelen, of een gewone juridische fusie waarbij geen mogelijkheid bestaat om de minderheidsaandeelhouders een *cash exit* te bieden. Door (een combinatie van) deze maatregelen zou het gezamenlijke belang van de minderheidsaandeelhouders uiteindelijk tot 5% of minder moeten zakken, waarna de bieder een uitkoopprocedure kan starten.

De 'voorgekookte' activa/passiva-transactie

Een recente ontwikkeling betreft de zogeheten 'voorgekookte' activa/passiva-transactie. Deze constructie is voor het eerst toegepast in het kader van het openbaar bod op de aandelen Crucell N.V. door Johnson & Johnson. In het biedingsbericht was opgenomen dat, indien onder het bod geen 95% zou worden verkregen, de bieder en de doelvennootschap voor ogen stond een activa/passiva-transactie aan te gaan en Crucell N.V. vervolgens te liquideren. Ook de reeds uitonderhandelde koopovereenkomst was voor een groot deel in het biedingsbericht opgenomen. Voorts was de wijze waarop de na het bod resterende minderheidsaandeelhouders een uitkering gelijk aan de biedprijs per aandeel zouden krijgen stap voor stap in het biedingsbericht uiteengezet. Tot slot waren de benodigde buitengewone aandeelhoudersvergaderingen reeds ingepland en – deels – bijeengeroepen. Aldus was een aantal belangrijke stappen reeds in gang gezet voordat de aanmeldingstermijn onder het bod was afgelopen.

Het bestuur en de raad van commissarissen van Crucell N.V. spraken zich in hun standpuntbepaling en aanbeveling ook uit over de voorgenomen herstructureringsmaatregelen. Aan de aandeelhouders werd niet alleen aanbevolen hun aandeel onder het bod aan te melden, maar ook om – tegelijk met het aanmelden van de aandelen – de bieder een volmacht te geven om namens hen (op een buitengewone vergadering te houden vlak na gestanddoening van het bod) vóór de verkoop van de onderneming te stemmen. Hiermee werd bereikt dat zo min mogelijk tijd verloren zou gaan tussen de gestanddoening van het bod en uitvoering van de activa/passiva-transactie. Bovendien gaf men op deze manier de aandeelhouders de kans zich uit te spreken over het bod inclusief de voorgenomen uitstootingsmaatregelen. Het verkrijgen van volmachten voor ten minste 70% van de aandelen was voorwaarde voor gestanddoening van het bod. Ter ondersteuning van de aanbeveling van bestuur en raad van commissarissen gaven de in het biedingsbericht opgenomen *fairness*-opinions (conform de vereisten van zorgvuldige besluitvorming)²³ niet alleen een oordeel over de prijs voor de aandelen onder het openbaar bod, maar

21. Zie ook het biedingsbericht inzake het bod van Johnson & Johnson op Crucell N.V., p. 71. Bron: <www.crucell.com>.

22. Zie OK Versatel I, r.o. 3.13.

23. Zie bijv. Hof Amsterdam (OK) 21 december 2005, JOR 2006, 8 (EVC).

ook over de prijs voor de onderneming in de activa/passiva-transactie. Omdat reeds bij gestanddoening van dit bod al 95% van de aandelen was aangemeld en dus tot een reguliere uitkoopprocedure kon worden overgegaan, heeft de activa/passiva-transactie nooit plaatsgevonden en is de geplande buitengewone vergadering afgelast. Desalniettemin vormt de Cru-cell-casus een nieuwe stap in de ontwikkeling van de activa/passiva-transactie als alternatieve uitstotingsmethode na een openbaar bod.

Het voorkoken van de uitstotingsmaatregelen met medewerking van bestuur en raad van commissarissen van de doelvennootschap legt een extra verantwoordelijkheid bij die organen. Het geeft hun echter ook de kans om te zorgen dat de belangen van de *stakeholders* in de fase na gestanddoening zo veel mogelijk worden gerespecteerd. Voor een bidder zal het belang bij een dergelijke transactie met name gelegen zijn in de snelheid: doordat de activa en passiva van de verworven onderneming direct aan een groepsmaatschappij van de bidder overgedragen kunnen worden, zal de bidder snel de onderneming in zijn eigen concern kunnen integreren.

Conclusie

De activa/passiva-transactie biedt onder omstandigheden een aantrekkelijk alternatief voor de juridische fusie als instrument om snel en effectief een uitstoting van overblijvende minderheidsaandeelhouders na een openbaar bod te bewerkstelligen. Met name de ontwikkeling van de voorgekookte activa/passiva-transactie lijkt nieuwe mogelijkheden voor toepassing van dit instrument in de praktijk van openbare biedingen te openen. Wel zal de activa/passiva-transactie te allen tijde aan bepaalde richtlijnen en gedragsnormen moeten voldoen, net zoals die ook gelden ten aanzien van de juridische fusie in uitstotingsscenario's. Voor wat betreft deze richtlijnen en gedragsnormen is de praktijk nog niet geheel uitontwikkeld, maar zoals ik in het bovenstaande heb aangetoond, is de ontwikkeling al wel vergevorderd. Het verdient dan ook de aanbeveling om de mogelijkheid van uitstoting door middel van een activa/passiva-transactie nadrukkelijk mee te wegen bij toekomstige openbare biedingen.