

MR. M.A. KOOPAL

Methoden van Fusie

DOSSIER

2

Nr. 47 / juli 2001

Onder een fusie of overname in de context van het ondernemingsrecht wordt verstaan het samenvoegen van twee of meer zelfstandige ondernemingen.¹ Dat kan op velerlei manieren, maar in de praktijk komen het meest voor de bedrijfsfusie, de aandelenfusie en de juridische fusie. Enkele aspecten van deze drie fusie- of overnamemethoden zullen in deze bijdrage worden besproken. Eerst nog een enkele algemene opmerking vooraf.

Fusie en overname zijn meer economische dan juridische begrippen. Het gaat om de samenvoeging van twee of meer ondernemingen die eerder onafhankelijk van elkaar waren en in het vervolg samen een economische eenheid zullen vormen. De meest voor de hand liggende methode om dat te bewerkstelligen is door de ene partij de activiteiten – waaronder de activa en passiva waarmee de onderneming wordt gedreven – van de andere te laten overnemen (bedrijfsfusie). Wanneer die ondernemingen echter gedreven worden door rechtspersonen kan de fusie niet alleen bewerkstelligd worden door een fusie van de door die rechtspersonen gedreven ondernemingen zelf, maar is het ook mogelijk de zeggenschap over de rechtspersoon over te nemen en de rechtspersonen als zelfstandige entiteit te laten voortbestaan (de aandelenfusie). Vanuit een economisch perspectief is het resultaat hetzelfde, juridisch is er sprake van twee verschillende transacties. In Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek (rechtspersonenrecht) komt de term ‘fusie’ alleen voor in het kader van de juridische fusie, in feite de meest complete fusie tussen twee of meer rechtspersonen en de door hen gedreven ondernemingen. Bij een juridische fusie worden zowel de activa en passiva van de ondernemingen als de rechtspersoonlijkheden van de eigenaren van die ondernemingen samengevoegd in een (al dan niet nieuwe) rechtspersoon.

De beweegredenen om voor de ene dan wel de andere methode van fusie te kiezen zijn vaak van fiscale aard. De overgang van activa van de ene (rechts)persoon naar de andere wordt fiscaal anders behandeld dan de overgang van de aandelen in de

rechtspersoon die de onderneming drijft of een volledige samensmelting van rechtspersonen. Een ander belangrijk argument is de beperking van aansprakelijkheid. Het fiscale aspect blijft in deze bijdrage onbehandeld. Zie daarvoor de bijdrage van Elzinga en Kleemans, elders in dit *Dossier*. Op de beperking van aansprakelijkheid kom ik hieronder terug.

In de literatuur wordt het onderscheid tussen ‘fusie’ enerzijds en ‘overname’ of ‘overneming’ anderzijds gerelateerd aan de omvang van de betrokken partijen.² Er is dan sprake van een fusie wanneer twee of meer gelijkwaardige ondernemingen samen in een nieuwe, meestal speciaal voor dat doel opgerichte entiteit opgaan. Van een overname is dan sprake wanneer een van de betrokken ondernemingen in omvang groter is en de andere ondernemingen overneemt. Ik zou menen dat de omvang van de betrokken ondernemingen niet zozeer bepalend is voor de vraag of er sprake is van een overname of een fusie. Weliswaar is het meestal zo dat een grotere onderneming een kleinere overneemt, maar ook fusies tussen grote en kleinere ondernemingen waarbij beide opgaan in een nieuwe entiteit komen voor. Daarnaast is de figuur waarbij een in omvang grote onderneming door een kleinere wordt overgenomen niet ongebruikelijk. Ik zou daarom willen spreken van een fusie wanneer alle bij de fusie betrokken ondernemingen in beginsel hun zelfstandigheid (niet noodzakelijkerwijs hun identiteit) verliezen. Er is sprake van een overname wanneer de overnemende onderneming haar zelfstandigheid behoudt en de overgenomen partij, direct dan wel indirect, opgaat in de overnemer.

Een ander belangrijk onderscheid tussen fusie enerzijds en overname anderzijds heeft betrekking op de houding en rol van de bij de transactie betrokken partijen. Bij een overname is er een, vanuit het oogpunt van de onderneming of rechtspersoon, verdwijnende partij. De overdrager zal zijn of haar tegenprestatie ontvangen, wellicht met het oog op een *earn-out*

Methoden van Fusie

of gegeven garanties nog enige tijd in de gang van zaken bij zijn voormalige onderneming geïnteresseerd zijn, maar zal na verloop van tijd uit beeld verdwijnen. In de onderhandelingen voorafgaand aan de overdracht speelt de overdrager een wat meer passieve rol, zeker als de koopprijs en overige belangrijke contractsbepalingen zijn overeengekomen. De verkrijger daarentegen zal zich in de periode voorafgaand aan de koop intensief met de onderneming bemoeien, due diligence onderzoeken verrichten en toekomstprojecties maken. Bij een fusie ligt dat anders. In dat geval zullen beide partijen in wezen overdrager en verkrijger zijn. De verhouding waarin partijen in de verkrijgende entiteit (of in elkaar) zullen gaan deelnemen zal direct afhankelijk zijn van de waarde van de eigen onderneming én van de waarde van de andere betrokken ondernemingen. Voorts zal het met de fusie beoogde voordeel nog moeten worden gerealiseerd. Beide partijen zullen zich derhalve veel actiever met betrekking tot de eigen en andere onderneming opstellen. Zij zullen beide onderzoek (doen) verrichten, over en weer garanties bedingen enzovoorts.

De bedrijfsfusie

De bedrijfsfusie – een term die ik eigenlijk alleen uit de literatuur ken, in de praktijk spreekt men meestal over een *activa/passivatransactie* – is een fusie of overname die zich op het niveau van de door de rechtspersoon gedreven onderneming afspeelt. Van een fusie is sprake wanneer twee of meer partijen de door ieder van hen gedreven onderneming inbrengen in een nieuwe rechtspersoon of personenvennootschap, waarin de overdragende partijen dan ook weer allen deelnemen. Wanneer twee of meer partijen besluiten hun ondernemingen (of een deel daarvan) in te brengen in een personenvennootschap, vindt, al naar gelang de gekozen vorm van inbreng (volledig of economisch), in meerdere of mindere mate over en weer een overdracht van de bij de onderneming betrokken vermogensbestanddelen plaats. Wanneer de in te brengen ondernemingen deel gaan uitmaken van de zakenrechtelijke goederengemeenschap wordt de overdragende partij voor wat betreft zijn eigen onderneming van eigenaar een mede-eigenaar. Voor wat betreft de onderneming van zijn toekomstige partners wordt hij mede-eigenaar van de door die partner in te brengen onderneming.

De bedrijfsfusie of -overname vindt plaats door overdracht van de onderneming, dat wil zeggen door overdracht van alle rechten en verplichtingen en de daarmee uitgeoefende activiteiten die tezamen de

onderneming vormen. Het voordeel van deze methode is dat partijen per actief en passief kunnen aangeven of zij dit in de overname wensen te betrekken. Een sterk verontreinigd stuk grond kan buiten de transactie worden gelaten als de overnemer de mogelijke risico's van bodemsanering niet wil lopen. Zo zijn er meer voorbeelden te bedenken. Een belangrijke uitzondering vormen echter de arbeidsovereenkomsten. Artikel 7:663 BW bepaalt immers dat door overgang van de onderneming de rechten en verplichtingen uit hoofde van de op het moment van overgang bestaande arbeidsovereenkomsten van rechtswege overgaan van de overdrager op de overnemer. Het is dus niet mogelijk door overname van de activa onder verplichtingen jegens de werknemers uit te komen. Dit is slechts anders in faillissement. Bij een overdracht van de onderneming in faillissement mist artikel 7:663 BW toepassing ('koude doorstart'). De verkoper blijft bovendien nog gedurende een jaar hoofdelijk aansprakelijk voor uit de overgedragen arbeidsovereenkomst aan de zijde van de werkgever ontstane verplichtingen.

Tegenover het voordeel van de mogelijkheid te bepalen welke activa en passiva wel en niet overgaan, staat het nadeel dat ieder actief, iedere zaak of vermogensrecht dat tot de onderneming behoort, op zich moet worden overgedragen. Iedere verplichting dient afzonderlijk te worden overgenomen. Dit houdt in dat alle handelingen die nodig zijn voor de levering van de activa en de handelingen die nodig zijn voor de schuld- en contractoverneming moeten worden verricht. Dit kan niet alleen zeer omslachtig zijn, het draagt ook het risico in zich dat derden hun medewerking aan de overgang weigeren (bijvoorbeeld aan een contractoverneming) of van de mogelijkheid gebruikmaken om contractsbepalingen te heronderhandelen. In de overeenkomst kan getracht worden dit te ondervangen door bijvoorbeeld de overdrager te verplichten, zolang de toestemming van een wederpartij er niet is, de overeenkomst namens overnemer te blijven uitvoeren. Echter, ook hieraan kleven bezwaren en helemaal waterdicht is het bijna nooit. Vaak wordt in de overeenkomst een periode tussen overeenkomst en daadwerkelijke levering ingelast die gebruikt wordt om de verschillende leveringshandelingen voor te bereiden en uit te voeren.

Bij de overnameovereenkomst is de overdragende vennootschap of ondernemer zelf partij. Door hem of haar worden eventuele garanties gegeven en de overige verplichtingen aangegaan (bijvoorbeeld non-concurrentiebedingen). Hoewel het bestuur van een

Methoden van Fusie

overdragende vennootschap in beginsel bevoegd is (wellicht beperkt door intern werkende beperkingen) te beschikken over de afzonderlijke vermogensbestanddelen van de vennootschap, moet worden aangenomen dat de beslissing om de volledige onderneming of een belangrijk deel daarvan te vervreemden, gezien moet worden als een beslissing die de structuur van de vennootschap aantast en derhalve door de aandeelhouder moet worden genomen.³ Om die reden is het niet ongebruikelijk om de aandeelhouder(s) van een bij een activa/passivatransactie betrokken vennootschap in het contract te betrekken. Een andere belangrijke reden om de aandeelhouder(s) van een verkopende partij bij de overeenkomst te betrekken is gelegen in het feit dat veelal na de overname in de verkopende vennootschap alleen een zak met geld achterblijft. Dat vermogen, waarop een koper zich bij bijvoorbeeld schending van garanties zal moeten verhalen, zal op de een of andere wijze gedurende een bepaalde periode na overdracht beschikbaar moeten blijven. Hiertoe kan een aandeelhouder zich verplichten.

Aandelenfusie

De aandelenfusie is de methode die in de praktijk het meest wordt gebruikt om twee of meer ondernemingen samen te voegen. Een aandelenfusie wordt bewerkstelligd door het in één hand brengen, het concentreren, van de rechten en plichten die zijn verbonden aan de aandelen in twee of meer vennootschappen. Het is dus in feite een fusie van controle. De vennootschap om wier onderneming het is te doen speelt in de aandelenfusie doorgaans een wat meer passieve rol, althans bij wat men ook wel noemt de *besloten* aandelenfusie, waarmee ik bedoel de overname van aandelen die niet openbaar worden verhandeld aan een beurs (en dat betreft de meeste vennootschappen). Dat neemt niet weg dat de overgedragen vennootschap zelf ook partij bij de transactie kan zijn. Zij is dat niet bij de koop en verkoop. Het is echter goed mogelijk dat de vennootschap in het kader van de transactie bepaalde verplichtingen aangaat of rechten verwerft. Te denken valt daarbij aan rechten uit hoofde van gegeven garanties, ten behoeve van de vennootschap aangegane non-concurrentieverplichtingen enzovoorts. Daarbij is de vennootschap doorgaans altijd partij bij de notariële akte die nodig is om de aandelen te leveren.

Bij een aandelenfusie die betrekking heeft op ter beurze genoteerde aandelen ('openbare aandelenfusie') is de rol van de vennootschap veel belangrijker. Bij een verspreid aandelenbezit is het onmogelijk

voor een overnamekandidaat om direct met de aandeelhouders te onderhandelen over de prijs van de aandelen of over de toekomst van de onderneming. Hoofdstuk I van de SER-fusiegedragsregels⁴ schrijft voor dat een partij die voornemens is een bod uit te brengen op de aandelen in een beursgenoteerde onderneming, verplicht is met het bestuur van de betrokken onderneming het voorgenomen bod en de daaraan ten grondslag liggende motieven te bespreken alsmede de plannen die de overnemer met de onderneming heeft. Getracht zal worden met het bestuur van de betrokken onderneming overeenstemming te bereiken. Daarnaast zal in negen van de tien gevallen een overnemer de medewerking van de vennootschap nodig hebben om opgetrokken beschermconstructies teniet te doen en de zeggenschap over de vennootschap te verkrijgen.⁵ Die overeenstemming wordt vervolgens in een biedingsbericht aan de aandeelhouder voorgelegd waarbij de uitnodiging om op het bod in te gaan zal worden gedaan.

De voordelen van de aandelenfusie liggen voor de hand. Met een enkele overdracht van de aandelen in de vennootschap wordt de onderneming waar het om gaat verkregen. Vooral wanneer meerdere ondernemingen worden overgenomen die in een groep zijn verbonden, is het veruit te prefereren de aandelen in de topvennootschap over te nemen (en daarmee indirect de aandelen in de onderliggende vennootschappen te verkrijgen). Een bedrijfsfusie zou immers zeer omslachtig kunnen zijn. Echter, in de mogelijkheid met een enkele aandelenfusie de gehele onderneming te verkrijgen, zit ook het risico. De verkrijger verkrijgt de vennootschap met *alle* lusten en lasten, dus ook de op het eerste gezicht onzichtbare of onbekende. Er worden in feite twee zaken gekocht, namelijk de onderneming en de vennootschap waarin de onderneming wordt gedreven. Aan de laatste kunnen verplichtingen (uit het verleden) verbonden zijn die op het eerste gezicht met de onderneming niets van doen hebben. Het is niet mogelijk een schifting van activa en passiva te maken, tenzij de verkoper bereid wordt gevonden de vennootschap voor de aandelenfusie 'op te schonen'. Om die reden wordt in het algemeen in het kader van een transactie een uitgebreid pakket garanties gevraagd, welke bij schending aanspraak geven op een vergoeding van schade of verlaging van de koopprijs. Bij een aandelenfusie zal het derhalve nog meer op het vooraf te verrichten due diligence onderzoek aankomen en zal nog meer dan bij een bedrijfsfusie vertrouwd moeten worden op de garanties.

Methoden van Fusie

Juridische fusie

De juridische fusie is de enige fusie die in de wet geregeld is. Titel 7 van boek 2 BW (artikelen 2:308 e.v.) bevat de regelingen voor fusie en splitsing. Hierboven noemde ik de juridische fusie reeds de meest vergaande vorm van fusie. De fusie vindt plaats zowel op het niveau van de vennootschap als op het niveau van de onderneming. Blijft bij de bedrijfsfusie nog de overdragende entiteit als zodanig bestaan en blijft bij de aandelenfusie de vennootschap met de door haar gedreven onderneming intact, bij de juridische fusie gaat de onderneming (de verzameling activa en passiva) volledig op in de verkrijgende rechtspersoon en verdwijnt de vennootschap die voorheen de onderneming dreef.

Artikel 2: 309 BW beschrijft de fusie in de zin van boek 2 als de rechtshandeling van twee of meer rechtspersonen, waarbij de een het vermogen van de ander onder algemene titel verkrijgt of waarbij een nieuwe rechtspersoon door de betrokken rechtspersonen wordt opgericht, die het vermogen van beide rechtspersonen onder algemene titel verkrijgt. De wet geeft vervolgens een uitgebreid pakket regels die in acht genomen moeten worden om tot een succesvolle fusie te komen. Daarbij kan een onderscheid gemaakt worden tussen regels die zien op een voorbereiding (fusievoorstel met toelichting, accountantsverklaringen omtrent waardering, publicatie en verzetperiode) en regels die zien op de besluitvorming. Naast de bepalingen die van toepassing zijn op alle rechtspersonen, geeft afdeling 3 van titel 7 (artikelen 324 e.v.) nog aanvullende bepalingen die gelden voor een fusie tussen naamloze of besloten vennootschappen. Een vereenvoudigd regime is van toepassing wanneer de transactie twee of meer reeds met elkaar in een groep verbonden vennootschappen betreft (moeder-dochterfusies, driehoeksfusies of zusterfusies).

Voor de overnamepraktijk is de juridische fusie van minder betekenis. Daarvoor zijn meerdere redenen aan te wijzen. Als belangrijkste kan worden genoemd de risico's die zijn verbonden aan het feit dat het gehele vermogen van de verdwijnende vennootschap, met alle lusten, maar ook vooral de lasten, onder algemene titel overgaat naar de verkrijgende vennootschap. Deze regel is op het eerste gezicht een voordeel omdat het afzonderlijke leveringshandelin-

gen voor alle activa en passiva overbodig maakt, hetgeen een duidelijk voordeel is ten opzichte van de bedrijfsfusie.⁶ Aan de andere kant houdt het echter ook in dat vanaf het moment van fusie crediteuren die zich voorheen alleen konden verhalen op het vermogen van de verdwijnende vennootschap, dit dan ook kunnen op het vermogen van de verkrijger. Bij een aandelenfusie bestaat ook het risico dat onbekende verplichtingen worden 'binnengehaald'. Echter, het risico blijft dan beperkt tot het vermogen van de overgenomen vennootschap.

Een ander nadeel van de juridische fusie betreft de onduidelijkheid over de vraag of een grensoverschrijdende juridische fusie tot de mogelijkheden behoort. Over die vraag verschillen de schrijvers van mening. Het gaat te ver hier uitgebreid verslag te doen over deze discussie. Verwezen wordt naar de aangehaalde literatuur. De Europese richtlijn die betrekking heeft op de internationale juridische fusie is nog niet aangenomen. In sommige Europese landen bestaat de mogelijkheid om grensoverschrijdend te fuseren. In Nederland wordt wel aangenomen dat de restrictieve opsomming van artikel 2: 308 BW een internationale fusie in de weg staat. Zie daarover verder de bijdragen van Van Solinge, Van der Korst en Van Klinken elders in dit *Dossier*.

Ten slotte

Zoals hierboven aangegeven zal de vraag welke methode van fuseren in een concrete situatie de voorkeur geniet, afhangen van de omstandigheden van het geval. In de meeste gevallen zal het voordeel van het in stand laten van de rechtspersoonlijkheid van de onderneming opwegen tegen de risico's. Met name wanneer die risico's door middel van een gedegen due diligence onderzoek en adequate contractuele bepalingen kunnen worden beperkt. De juridische fusie heeft voor de overnamepraktijk minder betekenis. Ik kom deze vorm van fusie niet veel tegen in het kader van een overname of fusie van twee voorheen volledig onafhankelijke ondernemingen. Het instrument juridische fusie wordt daarentegen veel gebruikt bij interne organisaties of als sluitstuk van een aandelen- of bedrijfsfusie.

**Mr. M.A. Koopal is advocaat bij Schut & Grosheide
Advocaten en Notarissen te Amsterdam.**

Methoden van Fusie

-
- 1 Zie voor algemene verhandelingen over methoden van fusie en overname: J.M.M. Maeijer, *Asser-Maeijer 2-III*, Tjeenk Wilink, 2000, hoofdstuk XIV, p. 871 e.v.; P. van Schilfgaarde, *Van de BV en de NV*, 11^e druk, Quint: Gouda 1998, hoofdstuk 14, p. 333; W.J. Slagter, *Ondernemingsrecht*, Kluwer 1996, hoofdstuk 16, p. 453; Sanders Westbroek, bewerkt door Mr. F.K. Buijn en Prof. Mr. P.M. Storm, *BV en NV*, Kluwer 1998, hoofdstuk 16, p. 513 en de daar aangehaalde literatuur.
 - 2 Zie Maeijer t.a.p., p. 871 en Slagter, p. 453.
 - 3 Zie Maeijer t.a.p., p. 330.
 - 4 Op 19 april 2001 is een wetsontwerp aangenomen (Stb. 2001, nr. 181) om de bepalingen betreffende openbare biedingen op te nemen in de Wet Toezicht Effectenverkeer 1995. Zie ondermeer hierover H.V. van Oppelaar in *Ondernemingsrecht* 2000/10, p. 268.
 - 5 Op dit moment staat op stapel een wetsvoorstel betreffende 'De invoering van de mogelijkheid tot het treffen van bijzondere maatregelen door de ondernemingskamer over de zeggenschap in de naamloze vennootschap' (ook wel Wetsvoorstel beschermingsconstructies) waarbij het mogelijk moet zijn om na een bepaald aandelenbezit gedurende een jaar getroffen beschermingsconstructies te ontmantelen (Kamerstukken 25 732).
 - 6 Dit neemt niet weg dat obligatoire beperkingen op de overdracht van activa nog steeds een belemmering voor de overdracht kunnen zijn. Te denken valt aan zogenaamde 'Change of Control'-bepalingen in contracten. Daarbij is lang niet in alle gevallen zeker dat voor de overdracht van vermogensbestanddelen waarop buitenlands recht van toepassing is ook niet de naar dat recht toepasselijke leveringshandelingen achterwege kunnen blijven.