

Schadevergoeding wegens onredelijke ruilverhouding bij een juridische fusie?

Rb. Amsterdam 6 februari 2002, JOR 2002, 61 (Leyinvest/Vendex KBB)

Inleiding

Op 6 februari 2002 heeft de Rechtbank Amsterdam een (tussen)vonnis gewezen in de zaak Leyinvest/Vendex KBB. In die zaak is, voorzover ik heb kunnen nagaan, voor de eerste keer door een (minderheids)aandehouder een vordering tot vernietiging van een juridische fusie op grond van artikel 2:323 BW ingesteld.

De vordering was ingesteld door Leyinvest, een minderheidsaandehouder van KBB vóór de juridische fusie tussen Vendex en KBB, op de grond dat er gebreken kleefden aan de totstandkoming van het besluit tot fusie van de algemene vergadering van aandeelhouders (AVA) van KBB. Leyinvest was van oordeel dat het fusiebesluit was genomen op basis van een onredelijke ruilverhouding, reden waarom zij primair vernietiging van de fusie vorderde en subsidiair vergoeding van de schade die zij heeft geleden als gevolg van de onredelijke ruilverhouding. Hierna komen achtereenvolgens aan de orde de regelgeving ter zake van de juridische fusie, de feiten van de onderhavige casus, een samenvatting van de hoofdpunten van de beoordeling van de rechtbank en ten slotte een kort commentaar op het vonnis.

De juridische fusie (in een notendop)

De regeling van de juridische fusie is op 1 januari 1984 in onze wetgeving neergelegd in titel 7 van Boek 2 BW. Een juridische fusie is 'de rechtshandeling van twee of meer rechtspersonen waarbij een van deze het vermogen van de andere onder algemene titel verkrijgt of waarbij een nieuwe rechtspersoon die bij deze rechtshandeling door hen samen wordt opgericht, hun vermogen onder algemene titel verkrijgt' (art. 2:309 BW). De fusie geschiedt bij notariële akte (artikel 2:318 lid 1 BW). Door de fusie worden de aandeelhouders van de verdwijnende rechtsperso(n)en aandeelhouder van de verkrijgende rechtspersoon, tenzij sprake is van een van de gevallen genoemd in artikel 2:311 lid 2 BW. Het besluit tot fusie wordt genomen door de AVA, op voorstel van het bestuur. Het fusiebesluit mag niet afwijken van het fusievoorstel (art. 2:317 lid 1 BW). Het fusievoorstel en de toelichting daarop dienen aan een aantal wettelijke eisen te voldoen, welke zijn opgenomen in de artikelen 2:312 BW, 2:313 BW, 2:326 BW en 2:327 BW. De laatste twee artikelen hebben betrekking op de ruil-

verhouding van de aandelen. Op grond van artikel 2:328 BW dient een door het bestuur aangewezen accountant het voorstel tot fusie te onderzoeken en, onder andere, te verklaren of de voorgestelde ruilverhouding naar zijn oordeel redelijk is. Indien twee of meer naamloze vennootschappen fuseren, kan slechts dezelfde persoon als accountant worden aangewezen wanneer de voorzitter van de Ondernemingskamer de aanwijzing op hun eenparig verzoek heeft goedgekeurd (art. 2:328 lid 3 BW). Het besluit tot fusie van de AVA wordt genomen op dezelfde wijze als een besluit tot wijziging van de statuten, met dien verstande dat artikel 2:330 BW in een minimumeis voorziet: voor een fusiebesluit is in alle gevallen een meerderheid van twee derden vereist indien minder dan de helft van het geplaatste kapitaal ter vergadering is vertegenwoordigd.

Artikel 2:323 BW geeft tot slot de mogelijkheid om, binnen zes maanden na nederlegging van de fusieakte ten kantore van het handelsregister, de rechter vernietiging van de fusie te vragen. De daartoe in lid 1, sub c, genoemde gronden zijn beperkt: vernietiging kan slechts geschieden wegens nietigheid, het niet van kracht zijn, of een *grond tot vernietiging* van een voor de fusie vereist besluit van de AVA. De fusie wordt niet vernietigd wanneer het verzuim binnen bepaalde tijd wordt hersteld dan wel wanneer de reeds ingetreden gevolgen van de fusie bezwaarlijk ongedaan kunnen worden gemaakt.

De Commissie Vennootschapsrecht wees er in 1970 in haar rapport inzake het voorstel voor een derde richtlijn van de Raad van de EG inzake fusies van naamloze vennootschappen (op welke richtlijn titel 7 van Boek 2 BW is gebaseerd) op, dat een voordeel van de juridische fusie is dat zij niet afhankelijk is van de medewerking van de individuele aandeelhouders. Tegelijkertijd wees zij er echter op dat in het goedkeuringsrecht van de AVA een gevaar van misbruik van meerderheidsmacht schuilt. De Commissie constateerde dat in de ontwerp-richtlijn aan de minderheidsaandehouders niet het recht werd gegeven om de nietigheid van het besluit tot goedkeuring van de fusie door de AVA wegens schending van formele voorschriften of op grond van materiële gebreken in te roepen, bijvoorbeeld in het geval dat tot fusie wordt besloten op basis van een onredelijke ruilverhouding. De Commissie stelde zich in het rapport op het standpunt dat in een passende bescherming van de minderheidsaandehouders diende te worden voorzien.

Uiteindelijk is in artikel 22 van de definitieve tekst van de derde richtlijn en in artikel 2:323 sub c BW wel in de mogelijkheid van aantasting van de fusie voorzien op grond van een aantastbaar fusiebesluit.

Feiten

Op 5 oktober 1998 bracht Vendex een openbaar bod uit op alle aandelen in KBB. Na gestanddoening van het bod hield Vendex 92,8% van de aandelen in KBB. Leyinvest (een 100% dochter van Blokker) had haar aandelen niet aangemeld en hield nog ongeveer 6,8% van de aandelen in KBB. Omdat Vendex niet de voor de wettelijke uitkoopprocedure vereiste 95% van de aandelen in handen had, deden de besturen van Vendex en van KBB op 28 april 1999, conform de aankondiging in het biedingsbericht, een voorstel tot juridische fusie. De ruilverhouding in het fusievoorstel was afgeleid uit de waardering van de aandelen in KBB en de gemiddelde koers van het aandeel Vendex. Volgens de besturen van Vendex en KBB was de waarde van het aandeel KBB gelijk aan de bij het bod d.d. 5 oktober 1998 geboden prijs van f 167,50 per aandeel en gaf de resultaatontwikkeling van KBB sinds het bod geen aanleiding tot aanpassing van de bij de waardering gehanteerde veronderstellingen. Als gemiddelde koers voor het aandeel Vendex was genomen de gemiddelde beurskoers gedurende tien werkdagen voorafgaand aan het fusievoorstel (eind april 1999), verminderd met het slotdividend op het aandeel Vendex. Bij het voorstel was een verklaring gevoegd van KPMG, de externe accountant van de beide vennootschappen (door de voorzitter van de Ondernemingskamer op 25 februari 1999 goedgekeurd als enig accountant in de zin van art. 2:328 lid 3), onder meer inhoudende dat de voorgestelde ruilverhouding 1 aandeel KBB : 3,31 aandelen Vendex (afgerond, MP), redelijk was.

Leyinvest betwist de redelijkheid van de ruilverhouding. Zij heeft PriceWaterhouseCoopers (hierna: PWC) en Ernst & Young (hierna: E&Y) gevraagd om een onafhankelijk advies te geven over de voorgestelde ruilverhouding. Beide accountants geven aan dat op grond van de hun bekende informatie, de voorgestelde ruilverhouding voorshands niet redelijk lijkt. Volgens PWC is de voorgestelde ruilverhouding verslechterd ten opzichte van de ruilverhouding ten tijde van het openbare bod van 1 aandeel KBB : 3,76 aandelen Vendex (afgerond, MP). Daar is volgens PWC echter geen reden toe, omdat de beurswaarde van Vendex is gestegen en er geen aanwijzingen zijn om aan te nemen dat de waarde van de aandelen KBB niet ten minste gelijke tred gehouden zou hebben met de koers van de aandelen Vendex. De ruilverhouding zou ook daarom ten minste gelijk dienen te zijn aan de ruilverhouding ten tijde van het openbare bod. Op 7 juni 1999 heeft Leyinvest bij brief de beoordelingen van PWC en E&Y ter kennis van Vendex gebracht, bezwaar gemaakt tegen de fusie en de ruilverhouding, en heeft zij Vendex verzocht om

aan haar alle informatie te verstrekken die nodig was voor de beoordeling van de ruilverhouding, waarover Vendex wel en zij niet beschikte (zoals prognoses en cash-flow-verwachtingen). Aan dat verzoek heeft Vendex niet voldaan.

Daarop heeft Leyinvest KBB in kort geding gedagvaard. Zij vorderde dat het fusievoorstel zou worden ingetrokken, dat aan haar dezelfde informatie zou worden verschaft als die aan Vendex was verschaft, en tot slot dat de president zou bepalen dat de aandeelhoudersvergadering waarin het fusiebesluit aan de orde zou komen, zou worden uitgesteld. De argumenten die zij daarbij aanvoerde, hielden kort samengevat in: een behoorlijke toelichting op het fusievoorstel ontbrak; in dit specifieke geval kon niet worden volstaan met de aanwijzing van één accountant; en het fusievoorstel is zelf onredelijk, omdat de voorgestelde ruilverhouding onredelijk is. De kortgedingrechter wijst de vorderingen van Leyinvest af (Pres. Rb. Amsterdam 11 juni 1999, JOR 1999, 174 m.nt. G. van Solinge).

Op 15 juni 1999 neemt de buitengewone AVA van KBB het besluit tot fusie en op 16 juli 1999 ontstaat, na het verlijden van de daartoe vereiste notariële fusieakte, Vendex KBB.

Leyinvest besluit daarop Vendex KBB te dagvaarden om de schade die zij meent te hebben geleden door de onredelijke ruilverhouding, vergoed te krijgen op grond van artikel 2:323 lid 5 BW.

Leyinvest vordert primair dat voor recht wordt verklaard dat het fusiebesluit en de fusie vernietigbaar zijn, alsmede dat de fusie wordt vernietigd. Omdat het fusiebesluit volgens Leyinvest vernietigbaar is op grond van artikel 2:15 lid 1 sub a BW (wegens strijd met wettelijke of statutaire bepalingen die het totstandkomen van besluiten regelen), en/of artikel 2:15 lid 1 sub b BW (wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid die door artikel 8 wordt geëist), is de fusie vernietigbaar op grond van artikel 2:323 lid 1 sub c BW. Als eiseres tot vernietiging van de fusie heeft Leyinvest, doordat sprake is van een verzuim dat tot vernietiging van de fusie had kunnen leiden, op grond van artikel 2:323 lid 5 BW recht op vergoeding van schade. Haar schade is het nadeel dat zij lijdt ten gevolge van de verslechtering van de ruilverhouding, volgens Leyinvest een bedrag van f 17.902.820.

Vonnis rechtbank

De rechtbank verwerpt het verweer van Vendex KBB. Dat verweer hield, kort gezegd, in dat bij de beoordeling van een vordering tot vernietiging van een fusie

eerst moet worden vastgesteld dat het fusiebesluit nietig of vernietigbaar is. Het fusiebesluit is door het verlopen van de termijn van artikel 2:15 lid 5 BW van één jaar niet meer aantastbaar, en omdat Leyinvest haar vordering op grond van artikel 2:323 BW uitsluitend baseert op een grond tot vernietiging van het fusiebesluit, is zij volgens Vendex KBB niet ontvankelijk in haar vorderingen. De rechtbank oordeelt dat op grond van artikel 2:323 lid 3 BW (welk artikel een termijn van zes maanden geeft, waarbinnen een vordering tot vernietiging van een fusie moet worden ingesteld) slechts de bevoegdheid van Leyinvest om de vernietiging van de fusie in te roepen is vervallen. Leyinvest is echter nog wel bevoegd om schade op de voet van artikel 2:323 lid 5 BW te vorderen. Met de termijn van artikel 2:323 lid 3 BW wordt de rechtszekerheid gediend, zo stelt de rechtbank, en die is niet in het geding bij een vordering tot schadevergoeding op grond van artikel 2:323 lid 5 BW. Daarom moet worden nagegaan of, indien de vordering tot vernietiging tijdig zou zijn ingesteld, grond voor vernietiging aanwezig zou zijn geweest.

Ten aanzien van de stelling van Leyinvest dat het fusiebesluit vernietigbaar is omdat het is genomen in strijd met de redelijkheid en billijkheid, stelt de rechtbank voorop dat bij de besluitvorming ten aanzien van de fusie de aandeelhouders zich jegens elkaar dienen te gedragen naar de normen van redelijkheid en billijkheid. Een grond voor vernietiging van het fusiebesluit kan zich voordoen indien een redelijk oordelend aandeelhouder in de omstandigheden van het geval niet tot het fusiebesluit had kunnen komen of indien aandeelhouders jegens elkaar niet hebben voldaan aan de maatstaf van redelijkheid en billijkheid. Het voorgaande in aanmerking genomen is de rechtbank van oordeel dat Vendex zich jegens Leyinvest niet volgens de normen van de redelijkheid en de billijkheid heeft gedragen. Dat oordeel is enerzijds gegrond op de feiten van het geval en anderzijds op de volgende omstandigheden: de stemverhoudingen in de buitengewone AVA werden beheerst door Vendex, die ook fusiepartner was, en sinds de gestanddoening van het openbare bod had Vendex feitelijk de leiding over KBB. In die hoedanigheid had zij zich dienen op te stellen als een onafhankelijk bestuurder van een verdwijnende vennootschap en had zij zich niet mogen laten leiden door het belang dat zij als fusiepartner had bij de ruilverhouding. Aangezien zij bekend was met de bezwaren van Leyinvest tegen de voorgestelde ruilverhouding, had Vendex in de rol van feitelijk leidinggevende van KBB de redelijkheid daarvan onafhankelijk door een afzonderlijke accountant dienen te laten onderzoeken en had

zij aan die accountant dezelfde interne bedrijfsgegevens dienen te verstrekken als aan KPMG, in plaats van zich aan te sluiten bij het verzoek van Vendex om één gezamenlijke accountant. Aldus heeft Vendex aan Leyinvest de waarborg onthouden van een door KBB afzonderlijk geïnstrueerde accountant. Ondanks herhaald verzoek van Leyinvest is haar niet de interne bedrijfsinformatie verstrekt die zij meende nodig te hebben om te kunnen oordelen over de redelijkheid van de ruilverhouding, terwijl Vendex als meerderheidsaandeelhouder daar wel over beschikte.

Vendex had daarom moeten beseffen dat de belangen van Leyinvest in de buitengewone AVA waarin het fusiebesluit werd genomen, niet waren gewaarborgd op een wijze zoals dat in een vergadering van aandeelhouders behoort te zijn. Als meerderheidsaandeelhouder had zij de bezwaren van Leyinvest tegen de ruilverhouding niet mogen negeren en op die manier enkel aan haar eigen belang voorrang mogen geven. Vendex had in zoverre aan de bezwaren van Leyinvest tegemoet dienen te komen dat vóór het nemen van het fusiebesluit Leyinvest ofwel in de gelegenheid had moeten worden gesteld zich te laten adviseren door een onafhankelijk accountant die inzage had gekregen in de tot dan toe alleen voor Vendex bekende gegevens, dan wel dat de aandeelhouders van KBB op de hoogte hadden moeten worden gebracht van een door KBB zelf ingesteld onderzoek naar de bezwaren van Leyinvest tegen de voorgestelde ruilverhouding.

Aldus is derhalve sprake van een verzuim dat tot vernietiging van de fusie had kunnen leiden, zoals genoemd in artikel 2:323 lid 5 BW.

Of Leyinvest ten gevolge van dat verzuim schade heeft geleden, hangt volgens de rechtbank af van de vraag wat de uitkomst zou zijn geweest van een door Leyinvest dan wel door KBB ingesteld onderzoek, zoals hiervoor bedoeld. Als een zodanig onderzoek zou hebben opgeleverd dat de voorgestelde ruilverhouding naar gangbare maatstaven niet te verdedigen zou zijn geweest, dan zou Vendex naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid niet aan de voorgestelde ruilverhouding hebben mogen vasthouden. De rechtbank besluit tot slot een deskundige aan te wijzen om met inachtneming van alle informatie waarover Vendex en KBB op 16 juli 1999 beschikten, daarover te oordelen en om bij een negatief oordeel aan te geven wat wel een naar gangbare maatstaven verdedigbare ruilverhouding zou zijn geweest.

Commentaar*Algemeen*

De verplichte accountantsverklaring van artikel 2:328 BW beoogt een waarborg te geven voor de (minderheids)aandeelhouders dat de voorgestelde ruilverhouding redelijk is. Daarom moet om met succes een actie tot vernietiging van een fusie te kunnen instellen, sprake zijn van bijzondere omstandigheden (Raaijmakers, *Kluwer Rechtspersonen*, aant. 4 bij art. 2:323 BW). Mijns inziens heeft de rechtbank terecht geoordeeld dat in casu sprake is van dergelijke bijzondere omstandigheden. Een aandeelhouder die het overgrote deel van de aandelen heeft, kan in beginsel een besluit tot fusie nemen zonder de medewerking van de minderheidsaandeelhouder(s). In het algemeen zal de meerderheidsaandeelhouder in gevallen als deze tevens feitelijk leidinggevende zijn, hetgeen kan leiden tot een zeker machtsoverwicht ten aanzien van het opstellen van een fusievoorstel en de daarin opgenomen ruilverhouding. Wanneer slechts één accountant een verklaring over de voorgestelde ruilverhouding heeft afgegeven die de minderheidsaandeelhouder op goede gronden onredelijk voorkomt, en de meerderheidsaandeelhouder desondanks vóór het fusiebesluit stemt, dan dient een toetsing van de redelijkheid van die ruilverhouding door de rechter mogelijk te zijn.

In het geval van twee fuserende naamloze vennootschappen zal de voorzitter van de Ondernemingskamer in vergelijkbare omstandigheden niet snel meer overgaan tot aanwijzing van één accountant. Het zij vermeld dat de voorzitter, toen hij instemde met het verzoek van Vendex en KBB om één gezamenlijke accountant aan te wijzen, niet bekend was met het feit dat sprake was van een minderheidsaandeelhouder die de voorgestelde ruilverhouding betwistte. Vendex en KBB hadden dat in hun verzoek niet vermeld. Inmiddels weegt de voorzitter van de Ondernemingskamer bij ieder verzoek tot aanwijzing van één accountant op grond van artikel 2:328 lid 3 BW expliciet af of sprake is van (minderheids)aandeelhouders die (kunnen) participeren in het kapitaal van de fuserende vennootschappen, in welk geval hij blijkens recente beschikkingen in beginsel een verzoek tot aanwijzing van één accountant niet meer zal inwilligen (zie bijvoorbeeld de beschikkingen gepubliceerd in JOR 2001, 112 en JOR 2002, 25).

Uit het oordeel van de rechtbank kan worden opgemaakt dat wanneer een verdwijnende vennootschap wel een afzonderlijke accountant heeft aangewezen en die accountant zou verklaren dat de in een fusievoorstel voorgestelde ruilverhouding niet redelijk is, de aandeel-

houders van de verkrijgende vennootschap in strijd met de redelijkheid en de billijkheid handelen door toch voor het fusiebesluit te stemmen. In beginsel kan een fusiebesluit wel worden genomen als de accountant(s) verklaart (verklaren) dat de voorgestelde ruilverhouding niet redelijk is, omdat artikel 2:328 lid 1 BW door de bewoordingen 'of de voorgestelde ruilverhouding (...) redelijk is' geen gevolgen verbindt aan een negatieve verklaring. Maar het oordeel van de rechtbank, dat een aandeelhouder die desondanks instemt met het fusiebesluit handelt in strijd met de redelijkheid en de billijkheid, lijkt mij juist en in overeenstemming met de bedoeling van de wetgever. Het fusiebesluit is dan vernietigbaar en de fusie zelf ook. Het is aannemelijk dat men daar in de praktijk ook altijd van uit is gegaan. Tegelijkertijd kan uit het vonnis worden afgeleid dat wanneer twee fusiepartners ieder een afzonderlijke accountant hebben aangewezen en beiden de voorgestelde ruilverhouding redelijk achten, een rechter niet snel zal aannemen dat een fusiebesluit van de AVA is genomen in strijd met de redelijkheid en de billijkheid wanneer een minderheidsaandeelhouder zou betogen dat de ruilverhouding onredelijk is. De accountant van de verdwijnende vennootschap is immers onafhankelijk en wordt bovendien geacht zijn verklaring ten behoeve van alle aandeelhouders van de verdwijnende vennootschap – dus ook de minderheidsaandeelhouders – af te leggen.

Bij de fusie van twee besloten vennootschappen, of van een naamloze vennootschap met een besloten vennootschap, is het voor de besturen mogelijk om zonder goedkeuring van de rechter één gezamenlijke accountant in de zin van artikel 2:328 BW aan te wijzen. Wanneer sprake is van een minderheidsaandeelhouder die de voorgestelde ruilverhouding betwist, dan zal men er, afhankelijk van de omstandigheden van het geval, verstandig aan doen twee afzonderlijke accountants aan te wijzen, dan wel de minderheidsaandeelhouders in ieder geval de gelegenheid dienen te geven zelf een onderzoek naar de ruilverhouding in te stellen en hun daartoe dezelfde gegevens te verstrekken die ook aan voornoemde accountants ter beschikking zijn gesteld.

Naar aanleiding van het onderhavige vonnis dient men er mijns inziens rekening mee te houden dat in een vergelijkbaar geval een minderheidsaandeelhouder – waar de vordering van Leyinvest in kort geding werd afgewezen omdat de president het onvoldoende aannemelijk achtte dat de bodemrechter vernietiging van het fusiebesluit zou toewijzen – er mogelijk wél in slaagt in kort geding intrekking van het fusievoorstel te bewerkstelligen. Ook zou een minderheidsaandeelhouder de

Ondernemingskamer kunnen verzoeken een onderzoek naar het beleid van de verdwijnende vennootschap te gelasten en daarbij een voorlopige voorziening, inhoudende een verbod aan de aandeelhouders hun stem ten aanzien van het fusiebesluit uit te brengen, kunnen vragen of, wanneer het fusiebesluit reeds is genomen, schorsing van de uitvoering daarvan gedurende de enquête. Ik acht het niet uitgesloten dat de Ondernemingskamer in vergelijkbare omstandigheden een dergelijk verzoek tot een enquête toewijst en een dergelijke voorlopige voorziening treft.

Ontvankelijkheidsverweer Vendex KBB

De rechtbank verwerpt het ontvankelijkheidsverweer van Vendex KBB, stellende dat op grond van artikel 2:323 lid 3 BW slechts de bevoegdheid van Leyinvest om de vernietiging van de fusie in te roepen is vervallen. Waarom de rechtbank dat overweegt, is onduidelijk. Uit het vonnis blijkt niet dat Leyinvest de vordering tot vernietiging van de fusie niet tijdig (binnen zes maanden na het deponeren van de fusieakte) heeft ingesteld. Navraag leert dat Leyinvest ook niet te laat was met het instellen van haar vordering tot vernietiging van de fusie. Vendex KBB betoogde ook niet dat de fusie niet vernietigbaar was omdat de termijn van zes maanden van artikel 2:323 lid 3 BW zou zijn overschreden. Haar verweer hield in dat voor een vordering tot vernietiging van een fusie eerst moet worden vastgesteld dat het fusiebesluit nog vernietigbaar is (in die zin ook Asser-Maeijer 2-II, 1997, p. 204 en Van der Heijden/Van der Grinten, 1992, nr. 414, die menen dat gelijktijdig met het vorderen van vernietiging van de fusie, ook de vernietiging van het fusiebesluit moet worden gevorderd, zonder dat overigens nader te motiveren). In casu vorderde Leyinvest niet de vernietiging van het fusiebesluit, maar een verklaring voor recht dat het fusiebesluit vernietigbaar was. Gedurende de loop van de procedure was het onmogelijk geworden om alsnog vernietiging van het fusiebesluit te vorderen omdat de éénjaartermijn van artikel 2:15 lid 5 BW was geëindigd. Leyinvest was volgens Vendex KBB dus te laat met het vorderen van vernietiging van het fusiebesluit. Het lijkt erop dat de rechtbank in onderdeel 4 van het vonnis een en ander door elkaar haalt. Intussen overweegt de rechtbank, ten overvloede, dat artikel 2:323 lid 5 BW een zelfstandige basis geeft voor een vordering tot schadevergoeding, wanneer vast komt te staan dat, ware de vordering tot vernietiging van de fusie tijdig ingesteld, grond voor vernietiging aanwezig zou zijn geweest. Uit dat laatste kan worden afgeleid dat de stelling van Vendex KBB, dat het fusiebesluit nog vernietigbaar dient te zijn, daarmee ook verworpen is. (Terecht, wanneer men

de letterlijke tekst van artikel 2:323 lid 1 BW leest, dat immers spreekt van een *grond* tot vernietiging. Ook in de wetsgeschiedenis vindt men niet de opvatting terug dat gelijktijdig met de vordering tot vernietiging van een fusie, ook een vordering tot vernietiging van het daaraan ten grondslag liggende fusiebesluit dient te worden ingesteld.)

Ruilverhouding

Volgens de rechtbank dient de ruilverhouding van f 167,50 op 16 juli 1999 'naar gangbare maatstaven verdedigbaar te zijn geweest'. De rechtbank zal hebben bedoeld: de ruilverhouding op 16 juli 1999, waarbij werd uitgegaan van een prijs van het aandeel KBB, gelijk aan de in het openbare bod geboden prijs ad f 167,50. Zou dat niet het geval zijn, aldus de rechtbank, dan zou Vendex niet aan de voorgestelde ruilverhouding hebben mogen vasthouden. Men kan zich afvragen wat met de woorden 'naar gangbare maatstaven verdedigbaar' wordt bedoeld. Impliceren die bewoordingen een marginale toetsing van de voorgestelde ruilverhouding, in die zin dat de toets is of een redelijk oordelend persoon die ruilverhouding voor zijn rekening zou willen nemen? Of dient de ruilverhouding min of meer de reële waarde van de aandelen KBB en aandelen Vendex te weerspiegelen? Het eindvonnis in deze zaak zal het leren, maar ik kan mij voorstellen dat de rechtbank bij de uiteindelijke beoordeling van de voorgestelde ruilverhouding aansluit bij de rechtspraak van de Ondernemingskamer op het gebied van de uitkoopprocedure. De rechter zal dan de ruilverhouding ten volle toetsen op de werkelijke waarde van de aandelen (de waarde in het economisch verkeer onder normale marktverhoudingen) op een datum die zo dicht mogelijk ligt bij de fusiedatum. In het geval van een juridische fusie ligt het dan voor de hand dat als peildatum een datum vlak voor het fusievoorstel wordt genomen. Met de woorden 'naar gangbare maatstaven verdedigbaar' wordt waarschijnlijk een slag om de arm gehouden, daar een waardebeoordeling van aandelen naar haar aard nu eenmaal een arbitrair karakter heeft. In de kern zal het erom gaan vast te stellen of er aanleiding bestond om aan te nemen dat de waarde van de aandelen KBB sinds het openbare bod was gestegen, en, als vast komt te staan dat daar aanleiding toe bestond, om vast te stellen wat die waarde dan ten tijde van het fusievoorstel bedroeg. Het is dan weer de vraag hoe de waardevaststelling van de aandelen KBB had dienen te geschieden; de aandelen in KBB waren ten tijde van het fusievoorstel immers niet meer beursgenoteerd.

Wordt vervolgd.

*Mr. M.E.W.K.A. van der Put
Loyens & Loeff*