

Benadeling minderheids- aandeelhouders als gevolg van een grensoverschrijdende juridische fusie in twee stappen

Inleiding

De grensoverschrijdende fusie is een beladen onderwerp en is in de afgelopen jaren in een veelheid van artikelen besproken. Op 26 oktober 2005 ondertekenden de Europese Raad en het Europese Parlement na lange tijd eindelijk de Richtlijn inzake grensoverschrijdende fusie van kapitaalvennootschappen¹ (hierna: de Richtlijn). De Richtlijn heeft als belangrijkste doel het mogelijk maken van een juridische fusie tussen vennootschappen uit verschillende landen van de Europese Unie. De mogelijkheid van grensoverschrijdend fuseren is belangrijk voor de vorming van de interne markt binnen de Europese Unie. De Richtlijn moet uiterlijk 15 december 2007 in onze wetgeving zijn geïmplementeerd. Deze datum gaat Nederland waarschijnlijk niet halen.

Het is onduidelijk of een grensoverschrijdende fusie op dit moment al kan worden uitgevoerd; de meningen zijn over dit onderwerp verdeeld. Een wettelijke regeling ontbreekt nog ten aanzien van de grensoverschrijdende fusie, maar de jurisprudentie biedt mogelijkheden. Het Sevic-arrest van het Europese Hof van Justitie van 13 december 2005² en het vonnis van de Rechtbank Amsterdam van 29 januari 2007³ spelen een belangrijke rol.

De eventuele mogelijkheid van de grensoverschrijdende fusie trekt steeds meer vennootschappen aan. Zo ook staalgiganten Arcelor S.A. (hierna: Arcelor) en Mittal Steel Company N.V. (hierna: Mittal). In de uitspraak van de Voorzieningenrechter Rechtbank Rotterdam van 27 augustus 2007,⁴ die in deze bijdrage zal worden besproken, komt de grensoverschrijdende fusie tussen het Franse Arcelor en het Nederlandse Mittal aan bod. Het valt op dat er in deze uitspraak niets is gezegd over de eventuele onmogelijkheid van de grensoverschrijdende fusie, zeker gezien de vele aandacht voor (de onmogelijkheid van) de grensoverschrijdende fusie.

De casus

In 2006 doet Mittal een openbaar bod op de aandelen Arcelor, teneinde te komen tot een juridische fusie tussen Mittal en Arcelor. In het kader van het openbare bod is een aantal documenten opgesteld:

1. een Memorandum of Understanding (MoU) van 25 juni 2006;
2. een biedingsbericht van 4 juli 2006; en
3. een prospectus van 4 juli 2006.

De MoU is gesloten tussen Arcelor, Mittal en de 'controlling' aandeelhouders van Mittal. Op grond van de MoU zou het Nederlandse Mittal wegfuseren in het Franse Arcelor, een zogenoemde *outbound merger*.

In mei 2007 wordt aangekondigd dat de oorspronkelijke fusie tussen Arcelor en Mittal in twee stappen in plaats van één stap zal gaan plaatsvinden. Hierbij wordt ook de ruilverhouding gewijzigd.

Tijdens de eerste stap vindt er een (grensoverschrijdende) juridische fusie plaats, waarin het Nederlandse Mittal opgaat in haar 100% Luxemburgse dochter ArcelorMittal S.A. (hierna: ArcelorMittal). Dit betreft een *outbound merger* (hierna: eerste fusie). De tweede stap bestaat uit het fuseren van ArcelorMittal met Arcelor. ArcelorMittal is hierbij de verdwijnende vennootschap. Dit is een puur binnenlandse, Luxemburgse, fusie (hierna: tweede fusie).

Mittal heeft op 25 juni 2007 een voorstel tot fusie van Mittal en ArcelorMittal gedeponneerd bij de Kamer van Koophandel Rotterdam. De aandeelhoudersvergadering zou op 28 augustus 2007 een besluit nemen over de eerste fusie.

Het geschil en de beoordeling

De procedure wordt aangespannen door de rechtspersonen SRM Global Master Fund Limited Partnership, Trafalgar Catalyst Fund en Trafalgar Entropy Fund, die behoren tot de minderheidsaandeelhouders van Arcelor. Het draait in deze zaak om de vraag of deze minderheidsaandeelhouders, zijnde enkele hedgefondsen die aandelen houden in Arcelor, als gevolg van het opknippen van de fusie in twee stappen op onrechtmatige wijze in hun aandeelhoudersrechten worden beperkt. En indien deze tweetrapsfusie onrechtmatig is, of de minderheidsaandeelhouders met succes kunnen ageren tegen de voorgestelde nieuwe ruilverhouding.

De minderheidsaandeelhouders keren zich tegen het opknippen van de fusie in twee delen. Zij eisen dat het uitvoering geven aan de eerste fusie wordt verboden. De uiteindelijke fusie (tweede fusie) met Arcelor zal door het wijzigen van de fusiestructuur een Luxemburgse binnenlandse fusie zijn, terwijl oorspronkelijk een grensoverschrijdende fusie was beoogd. Op deze grensoverschrijdende fusie zou, naast Luxemburgs recht, tevens Nederlands recht van toepassing zijn met de rechtsbescherming die dat recht aan minderheidsaandeelhouders biedt. De minderheidsaandeelhouders stellen dat de bescherming van het Nederlandse recht hun op deze wijze wordt ontnomen.

Met betrekking tot de onrechtmatigheid van de splitsing van de fusie in twee fasen oordeelt de Voorzieningenrechter Rotterdam dat ook wanneer er uitvoering zou zijn gegeven

1. Richtlijn 2005/56/EG van het Europese parlement en de Raad van de Europese Unie inzake grensoverschrijdende fusie van kapitaalvennootschappen.
2. HvJ EG 13 december 2005, C-411/03 (Sevic Systems AG).
3. Ktr. Amsterdam 29 januari 2007, JOR 2007, 88 m.nt. H.J.M.M. van Boxel.
4. Rb. Rotterdam 27 augustus 2007, RO 2007, 81, nr. 289854/KG ZA 07-763, LJN BB2327.

aan het oorspronkelijke plan om de fusie in één stap te effectueren, als gevolg waarvan wellicht rechtsmacht aan de Nederlandse rechter was toegekomen, niet op voorhand kan worden geoordeeld dat de agerende (minderheids)aandeelhouders beter af waren geweest. De voorgenomen tweede fusie kan door de minderheidsaandeelhouders in Luxemburg worden aangevochten. De rechter oordeelt dat er in kort geding geen plaats is voor een maatregel die beoogt in te grijpen in wat een Luxemburgse aangelegenheid zal zijn.

Naast het opknippen van de grensoverschrijdende fusie in twee fasen wordt in het geschil op een aantal andere punten ingegaan. Eén punt wil ik hier nog kort belichten: de gewijzigde ruilverhouding. De minderheidsaandeelhouders eisen een verbod iedere andere rechtshandeling te verrichten die het onmogelijk maakt dat Mittal alsnog met Arcelor fuseert tegen de oorspronkelijke ruilverhouding. Zij zijn van mening dat de gewijzigde ruilverhouding op zichzelf onredelijk is, aangezien het belang van de huidige minderheidsaandeelhouders verwatert en de minderheidsaandeelhouders hierdoor schade lijden. Door deze wijziging in de ruilverhouding misbruikt Mittal haar positie als meerderheidsaandeelhouder. Bovendien biedt de samenstelling van het bestuur van Arcelor geen enkele waarborg voor de belangen van de minderheidsaandeelhouders in Arcelor.

De vraag naar de rechtmatigheid van de voorgenomen ruilverhouding blijft in dit kort geding echter onbesproken. De minderheidsaandeelhouders zullen hiertegen in Luxemburg moeten ageren.

Evaluatie

Het valt op dat eiseressen hun vordering hebben gebaseerd op eventuele onrechtmatigheid van de wijziging in de fusiestructuur en niet als argument hebben opgeworpen dat de grensoverschrijdende fusie niet zonder meer mogelijk is.⁵ Tot 15 december 2007 is er immers nog geen sprake van toepasselijkheid van de Richtlijn in de Nederlandse rechtssfeer.

Nu er al een beroep kan worden gedaan op richtlijnconforme interpretatie⁶ en vanaf 15 december 2007 tot daadwerkelijke implementatie van de Richtlijn, zou men kunnen beargumenteren dat grensoverschrijdende fusie, mits conform de voorschriften van de Richtlijn, dan in elk geval mogelijk is. In deze casus is dit echter nog niet aan de orde.

Op dit moment ontbreekt dus nog een wettelijke regeling, maar op grond van het *Sevic*-arrest⁷ wordt nu toch al grensoverschrijdend gefuseerd. In het *Sevic*-arrest oordeelde het Europese Hof van Justitie dat de artikelen 43 en 48 EG-

verdrag (hierna: EG), die zien op de vrijheid van vestiging, zich ertegen verzetten dat in een lidstaat de inschrijving in het nationaal handelsregister van een fusie tussen een vennootschap uit een lidstaat en een vennootschap uit een andere lidstaat in het algemeen wordt geweigerd, terwijl een dergelijke inschrijving wel mogelijk is indien beide vennootschappen in dezelfde lidstaat waren gevestigd. Beperkingen op de vrijheid van vestiging kunnen uitsluitend worden gerechtvaardigd, indien deze beperkingen zien op de bescherming van schuldeisers, minderheidsaandeelhouders en werknemers.

De Kantonrechter Amsterdam heeft op 29 januari 2007 inzake BKC/Consuma⁸ met enige nuancering een uitspraak gedaan in de lijn van het *Sevic*-arrest.

De Adviescommissie Vennootschapsrecht is wat terughoudender wat betreft de mogelijkheid van de grensoverschrijdende fusie voordat de Richtlijn daadwerkelijk is geïmplementeerd.⁹ Ook de minister stelt zich terughoudend op met betrekking tot de grensoverschrijdende fusie. Op de vraag van de leden van de CDA-fractie of een grensoverschrijdende fusie (ook) mogelijk is zonder het wetsvoorstel tot implementatie van de Richtlijn, gelet op artikel 43 en 48 EG, mede daarbij betreffende de uitspraak van de Kantonrechter Amsterdam, antwoordde de minister onder andere:

- ‘1. Als het nationale recht bijvoorbeeld eist dat de verkrijgende vennootschap “dezelfde” rechtsvorm heeft als de verdwijnende vennootschap, moet uit de wet of jurisprudentie ook blijken welke rechtspersonen naar het recht van andere landen voor de toepassing van die regel worden beschouwd als “dezelfde”. Een erkenningsregeling kan zijn gebaseerd op een keuze van het betreffende land of voortkomen uit een internationale of Europese verplichting. Beantwoording van de vraag of een grensoverschrijdende fusie van andere rechtspersonen (...) rechtstreeks mogelijk is op basis van de artikelen 43 en 48 EG vergt een uitleg van deze artikelen. Deze uitleg is voorbehouden aan het Hof van Justitie van de Europese Gemeenschappen. (...)
2. De reikwijdte van de artikelen 43 en 48 in relatie tot het rechtspersonenrecht is voorwerp (geweest) van een reeks van Hofprocedures. (...) Het Hof benadrukt steeds dat een vennootschap die de voorschriften van het land van de statutaire zetel (het “zeteland”) naleeft, in een andere lidstaat niet mag worden onderworpen aan aanvullende bepalingen, tenzij om redenen van algemeen belang. (...)

5. Ktr. Amsterdam 29 januari 2007, JOR 2007, 88 m.nt. Van Boxel; H.J.M.M. van Boxel, *De grensoverschrijdende fusie bij ArcelorMittal*, Ondernemingsrecht 2007, p. 534.

6. M.H. Wissink, *Richtlijnconforme interpretatie van burgerlijk recht*, Deventer: Kluwer 2001, p. 48.

7. HvJ EG 13 december 2005, C-411/03 (*Sevic Systems AG*) m.nt. G.J. Vossestein.

8. Ktr. Amsterdam 29 januari 2007, JOR 2007, 88 m.nt. H.J.M.M. van Boxel.

9. Kamerstukken II 2006/07, 30 929, nr. 3.

3. Zolang het recht van het zeteland de voor de rechtshandeling te vervullen criteria voltooid acht en die rechtshandelingen zich binnen de rechtsfeer van het zeteland bevinden, levert dat ook in de praktische uitvoering geen grote problemen op. Bezien wij in dit licht de zaak bij de kantonrechter te Amsterdam, dan is de relevante vraag vooraf of een notariële fusieakte kan worden gepasseerd op de voet van artikel 2:318 lid 1 BW indien de fuseerende rechtspersonen niet voldoen aan het bepaalde in artikel 2:310 lid 1 BW.¹⁰

Bepalend is volgens de minister dus het naleven van het recht van het zeteland.

Het lijkt een gemiste kans dat eiseressen de eventuele onmogelijkheid van de grensoverschrijdende fusie, om hiermee de eerste fusie tussen het Nederlandse Mittal en het Luxemburgse ArcelorMittal te verbieden, niet hebben aangegrepen. De meningen hierover zijn in elk geval erg verdeeld.

Uit de uitspraak blijkt dat minderheidsaandeelhouders niet hebben aangegeven in hoeverre zij als minderheidsaandeelhouders bescherming nodig hebben in verband met de gewijzigde fusiestructuur. Zowel het Sevic-arrest als de BKC/Consuma-beschikking biedt rechtvaardiging voor beperkingen op de vrijheid van vestiging indien dit noodzakelijk is voor de bescherming van minderheidsaandeelhouders. Ook dit lijkt een gemiste kans.

Indien het wetsvoorstel al in onze wetgeving zou zijn geïmplementeerd, zouden eiseressen geen kans van slagen hebben tegen de grensoverschrijdende fusie tussen het Nederlandse Mittal en haar Luxemburgse dochter ArcelorMittal te ageren, immers de grensoverschrijdende fusie is dan mogelijk. Wel zouden zij dan recht hebben op een vorm van schadeloosstelling. Het wetsvoorstel betreffende grensoverschrijdende fusies van kapitaalvennootschappen¹¹ bevat namelijk een speciale regeling ter bescherming van de positie van de minderheidsaandeelhouders. Aan de minderheidsaandeelhouder in een verdwijnende Nederlandse vennootschap wordt bij een grensoverschrijdende fusie het uittreedrecht van artikel 2:333h BW geboden. Dit uittreedrecht geeft de minderheidsaandeelhouder het recht om tegen schadeloosstelling zijn aandelen over te dragen. Wetsontwerpers hebben met het uittreedrecht de grensoverschrijdende fusie aan strengere regels onderworpen.¹² Deze bescherming van minderheidsaandeelhouders is niet door de Richtlijn geharmoniseerd, het nationale recht van de lidstaten is hier van toepassing.

De minderheidsaandeelhouders hadden er verstandig aan gedaan zich te beroepen op de eventuele onmogelijkheid

van de grensoverschrijdende fusie. Hierbij hadden zij de meningen van de Adviescommissie Vennootschapsrecht en de minister moeten benadrukken, de mogelijkheid van de grensoverschrijdende fusie is immers nog geen vaststaand feit. Daarnaast hadden zij kunnen wijzen op het uittreedrecht in het wetsvoorstel. Hieruit blijkt immers dat minderheidsaandeelhouders bescherming verdienen in geval van grensoverschrijdend fuseren. Nu bescherming hun onder de huidige wet nog niet wordt geboden, worden zij benadeeld.

Tot slot

Ondertussen hebben met betrekking tot de fusies de algemene vergadering van aandeelhouders van Mittal en de buitengewone aandeelhoudersvergaderingen van ArcelorMittal en Arcelor plaatsgevonden. De aandeelhouders hebben tijdens deze vergaderingen groen licht gegeven voor de fusies. De megafusie tussen Arcelor en Mittal is op 13 november 2007 voltooid, waarmee staalconcern ArcelorMittal nu een feit is.

Het laatste nieuws betreffende deze zaak is dat eiseressen recent hebben bekendgemaakt een bodemprocedure te willen aanspannen tegen ArcelorMittal. Details hierover zijn nog niet verstrekt.

*Mr. J.F.H.N. Haex
Stibbe*

10. Kamerstukken II 2006/07, 30 929, nr. 7, p. 2.

11. Kamerstukken II 2006/07, 30 929.

12. E.E.G. Gepken-Jager, Wetsvoorstel betreffende grensoverschrijdende fusies van kapitaalvennootschappen, *Ondernemingsrecht* 2007, p. 298.