

Enquêterecht

Ondernemingsrecht 2017/80

Hof Amsterdam 24 april 2017, nr. 200.213.736/01 OK
m.nt. A.A. Bootsma⁴

ARO 2017/92
ARO 2017/93
ECLI:NL:GHAMS:2017:1626
ECLI:NL:GHAMS:2017:1635

Gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen bij een beurs-NV in den vreemde door ernstig tekortschieten in de informatieverplichting jegens de (minderheids) aandeelhouders, in het kader van het door de algemene vergadering verlenen van goedkeuring aan een artikel 2:107a BW-transactie tussen de vennootschap en haar controlerende aandeelhouder.

Fortuna Entertainment Group N.V.

1. Feiten

Fortuna Entertainment Group N.V. (hierna: Fortuna) drijft een onderneming die zich bezighoudt met kansspelen. Fortuna is actief in Centraal-Europa. Sinds 2010 zijn de aandelen in Fortuna toegelaten tot de handel op de Prague Stock Exchange en de Warsaw Stock Exchange. Fortbet Holdings Ltd. (hierna: Fortbet), gevestigd op Cyprus, houdt 68,25% van de aandelen in Fortuna. Fortbet is een 100%-dochter van Penta Investments Ltd. (hierna: Penta). Voor de beursgang werden alle aandelen in Fortuna (indirect) gehouden door Penta. Een aantal entiteiten behorende tot de Franklin Templeton-groep (hierna: Templeton c.s.) houdt gezamenlijk 10,61% van de aandelen in Fortuna. De resterende 21,14% van de aandelen vormt de *free float*.

Het geschil gaat over een transactie tussen Fortuna en haar controlerende aandeelhouder Fortbet. Fortbet is enig aandeelhouder van vier Roemeense vennootschappen die actief zijn op de Roemeense kansspelmarkt. Eind november 2016 is Fortuna in overleg getreden met Fortbet en Penta over een overname van de vier Roemeense vennootschappen (hierna: de transactie). Op 13 maart 2017 heeft het bestuur van Fortuna besloten tot het aangaan van de transactie, onder voorbehoud van goedkeuring van de algemene vergadering. Op diezelfde dag heeft de raad van commissarissen (hierna: RvC) het besluit goedgekeurd. De RvC werd in dezen vertegenwoordigd door de enige onafhankelijke commissaris. De overige twee commissarissen hebben niet deelgenomen aan de beraadslaging en de besluitvorming over de goedkeuring door de RvC van het besluit tot aangaan van de transactie, omdat zij gelieerd zijn aan Penta.

De goedkeuring van de algemene vergadering is noodzakelijk, omdat de transactie een besluit als bedoeld in arti-

kel 2:107a BW is. De transactie vertegenwoordigt met een waarde van € 47 miljoen ten minste een derde van het bedrag van de activa van Fortuna volgens de geconsolideerde balans volgens de laatst vastgestelde jaarrekening van de vennootschap.¹ Een saillant detail is dat Penta op 31 maart 2017 heeft aangekondigd dat Fortbet een openbaar bod zal uitbrengen op alle aandelen in Fortuna.

De aandeelhouders zijn tijdig opgeroepen voor een buitengewone algemene vergadering (hierna: bav) op 26 april 2017. Op de agenda staat onder meer de goedkeuring als bedoeld in artikel 2:107a BW van de transactie. Templeton c.s. hebben zich voorafgaande aan de bav op het standpunt gesteld dat de door Fortuna verstrekte en mogelijk op de bav nog te verstrekken informatie naar *timing* en/of inhoud zo gebrekkig is dat Templeton c.s. en de overige (minderheids)aandeelhouders redelijkerwijs niet in staat zijn hun standpunt ten aanzien van de transactie te bepalen. Op basis van de verstrekte informatie menen Templeton c.s. niet te kunnen beoordelen of de transactie daadwerkelijk *at arm's length* is. Op het verzoek van Templeton c.s. om aanvullende informatie over de transactie is door Fortuna afwijzend gereageerd. Fortuna wijst er onder meer op dat de hoogte van de overnameprijs "*was supported by an independant third party evaluation*". De (minderheids)aandeelhouders hebben niet kennis kunnen nemen van dit waarderingsrapport. Fortuna verwijst naar de bav als het forum waar resterende vragen gesteld kunnen worden.

Templeton c.s. hebben de Ondernemingskamer verzocht een onderzoek te bevelen naar het beleid en de gang van zaken van Fortuna inzake de transactie en hebben de Ondernemingskamer verzocht om onmiddellijke voorzieningen te treffen. Fortuna en Fortbet hebben verzocht Templeton c.s. niet-ontvankelijk te verklaren in hun verzoek, dan wel het verzoek af te wijzen.

2. Beslissing

De Ondernemingskamer verwerpt het ontvankelijkheidsverweer van Fortuna en Fortbet. De Ondernemingskamer oordeelt dat genoegzaam is gebleken dat Templeton c.s. gezamenlijk 10,61% van de aandelen in Fortuna houden. Daarmee is voldaan aan het kapitaalsvereiste van artikel 2:346 BW (r.o. 3.5).

Bij de inhoudelijke beoordeling van het verzoek stelt de Ondernemingskamer voorop dat indien, zoals in casu, nog geen onderzoek is gelast, zij slechts onmiddellijke voorzieningen kan treffen indien daarvoor voldoende zwaarwegende redenen zijn en, naar haar voorlopig oordeel, er gegronde redenen zijn om te twijfelen aan een juist beleid of een juiste gang van zaken. Deze maatstaf noopt tot terughoudendheid (r.o. 3.8). De Ondernemingskamer onderscheidt de *timing* en de inhoud van de door Fortuna voorafgaande aan de bav verstrekte informatie over de transactie. Wat betreft de *timing* oordeelt de Ondernemingskamer in algemene zin dat aandeelhouders in de gelegenheid behoren te zijn zich voorafgaand aan de algemene vergadering een oordeel te vormen over een ter goedkeuring voorliggend besluit. Fortuna was gehouden bij gelegenheid van

⁴ Bart Bootsma is werkzaam bij Erasmus School of Law en verbonden aan het Instituut voor Ondernemingsrecht (IvO) en het IvO Center for Financial Law & Governance (ICFG).

¹ Volgens de geconsolideerde balans per ultimo 2015 bedroeg de waarde van de activa ruim € 115 miljoen. Zie het jaarrapport 2015, p. 74.

de oproeping voor de bav alle feiten en omstandigheden die relevant zijn voor de te verlenen goedkeuring te verstrekken. De Ondernemingskamer volgt Fortuna niet in haar standpunt dat in de gegeven omstandigheden de bav zelf het aangewezen moment is om feiten en omstandigheden die relevant zijn voor de te verlenen goedkeuring te verstrekken (r.o. 3.12).

Wat betreft de inhoud oordeelt de Ondernemingskamer dat niet gezegd kan worden dat de bij de oproep voor de bav verstrekte informatie voor de (minderheids)aandeelhouders toereikend is om zich een oordeel te kunnen vormen over de transactie, in het bijzonder over de zakelijkheid van de overnameprijs en de overige voorwaarden (r.o. 3.13). De Ondernemingskamer laat zich in vrij scherpe bewoordingen uit over de informatieverstrekking door Fortuna. De mededeling dat de hoogte van de overnameprijs “*was supported by an independant third party evaluation*” acht de Ondernemingskamer een vlag die de lading niet dekt. De waardering door deze onafhankelijke derde (Deloitte) berust in overwegende mate op door Fortuna aan Deloitte verstrekte aannames en projecties. Deloitte heeft zich in haar waarderingsrapport geen oordeel gevormd over de redelijkheid en aannemelijkheid daarvan. Deloitte heeft in haar rapport opgemerkt dat haar waardering niet als een *fairness opinion* ten aanzien van de overnameprijs kan worden beschouwd. Door deze essentiële informatie over de beperkte reikwijdte van de door Deloitte verrichte werkzaamheden niet te vermelden aan de (minderheids)aandeelhouders, heeft Fortuna een indruk gewekt over de waardering door Deloitte die niet strookt met de werkelijkheid. De door Fortuna gehanteerde formulering roept ten onrechte de suggestie op dat een onafhankelijke waardering zou hebben plaatsgevonden. Dit klemmt temeer nu het in casu gaat om een transactie tussen verbonden partijen (*related party transaction*) en de aandeelhouders redelijkerwijs mochten verwachten dat Fortuna een daadwerkelijke (onafhankelijke) waardering van de overnameprijs had laten uitvoeren (r.o. 3.14).²

De Ondernemingskamer komt tot het oordeel dat Fortuna in de gegeven omstandigheden ernstig tekort is geschoten in haar informatieverplichting jegens de (minderheids)aandeelhouders, onder wie Templeton c.s. Dat is een gegronde reden om aan een juist beleid te twijfelen (r.o. 3.15). Ten overvloede voegt de Ondernemingskamer daar nog onder meer aan toe dat het aangekondigde openbaar bod op Fortuna een omstandigheid is die noopt tot extra zorgvuldigheid door Fortuna bij de beoordeling van de vraag of de combinatie van de transactie en het openbaar bod per saldo zal leiden tot een resultaat dat *fair* is voor de minderheidsaandeelhouders (r.o. 3.16).

Het oordeel dat er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid te twijfelen noopt tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen. De Ondernemingskamer verbiedt dat de goedkeuring van de transactie op de bav van Fortuna in stemming zal worden gebracht en benoemt bij wijze van onmiddellijke voorziening, voor zover nodig in afwijking van de statuten, de heer Olijslager³ tot commissaris van Fortuna. Hij is exclusief bevoegd te beslissen over de aard, omvang, in-

houd en *timing* van de door Fortuna aan haar aandeelhouders te verstrekken informatie met het oog op de door de algemene vergadering te verlenen goedkeuring aan de transactie. Zijn taak is uitsluitend gelegen in het uitoefenen van deze bevoegdheid. Hij zal geen deel uitmaken van de RvC (r.o. 3.18).

3. Commentaar

“[O]ok in Nederland [kennen wij] een groot aantal beursvennootschappen die worden gecontroleerd door een of meer grootaandeelhouders. (...) Het probleem bij dit type vennootschap is dat de grootaandeelhouder door zijn intensieve betrokkenheid bij de vennootschap een informatievoorsprong heeft op de overige aandeelhouders. Hij kan die voorsprong gebruiken (...) door met de vennootschap transacties aan te gaan op voor hem voordelige voorwaarden. De minderheidsaandeelhouders worden hierdoor benadeeld. Door zijn positie binnen de vennootschap kan hij afdwingen dat de vennootschap de voor haar nadelige transactie aangaat. In de internationale literatuur noemt men dit *tunnelling*, tunneltjes graven: voor de buitenwereld niet zichtbare transacties waarmee de grootaandeelhouder zich bevoordeelt.”⁵

3.1 Deze uitspraak vormt wederom⁶ een voorbeeld van een conflict tussen een controlerende aandeelhouder en minderheidsaandeelhouders van een beurs-NV in den vreemde dat wordt beslecht door het enquêterecht. Fortuna is een naamloze vennootschap met statutaire zetel in Nederland wier aandelen uitsluitend zijn toegelaten tot de handel op gereguleerde markten buiten Nederland, in casu in Praag en Warschau.⁷ Behalve dat de onderneming van Fortuna wordt gedreven in een Nederlandse rechtsvorm, (b)lijken de banden met Nederland minimaal. De vennootschap is niet economisch actief in Nederland. De vennootschap heeft overigens wel één Nederlandse bestuurder.⁸

3.2 In de literatuur zijn de laatste tijd verschillende pleidooien gehouden voor het uitzonderen van beurs-NV's (in den vreemde) van de toepassing van Nederlands (enquête)recht. Een vergaand standpunt wordt ingenomen door Kemperink & De Roo.⁹ Zij pleiten ervoor dat bij vennootschappen met een puur fictieve band met Nederland het recht van het land waarmee de onderneming de nauwste band heeft, wordt toegepast. Afgezien van de vraag of de band van Fortuna met Nederland “puur” fictief is, zou dat betekenen dat het Nederlandse (en-

2 M. Holtzer en M.E. Coenraads passen deze overwegingen van de Ondernemingskamer ook in een andere context toe, zie ‘Advocaten hebben zo hun twijfels over Henry Keizers waarderingsrapporten’, *FD* 4 mei 2017, p. 15.

3 Zie Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 25 april 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1635.

5 J.W. Winter, ‘Tunneltjes graven’, *Ondernemingsrecht* 2001, p. 217.

6 Zie voor een eerder voorbeeld Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 8 april 2014, *Ondernemingsrecht* 2015/18, m.nt. A.A. Bootsma & J.B.S. Hijink (AAA Auto Group N.V.) (hierna: Bootsma & Hijink 2015).

7 Zie ook de overzichten opgenomen in A.A. Bootsma & J.B.S. Hijink, ‘De beurs-NV in den vreemde’, *Ondernemingsrecht* 2014/15, tabel 1, onder 14 (hierna: Bootsma & Hijink 2014) en A.A. Bootsma, J.B.S. Hijink & L. in ‘t Veld, ‘Multiple corporate citizenship’, *Ondernemingsrecht* 2015/120, Tabel 1, onder 21.

8 In de persoon van de heer Van Bruchem. Zie het jaarrapport 2016, p. 45.

9 Zie G.N.H. Kemperink & K.H.M. de Roo, ‘Mylan and beyond: de positie van de Nederlandse beschermingsstichting van de beursgenoteerde vennootschap met meervoudige nationaliteit’, *Ondernemingsrecht* 2016/55 (hierna: Kemperink & De Roo 2016).

quête)recht niet van toepassing zou zijn en Tsjechisch recht toegepast zou moeten worden op deze casus.¹⁰

Daarmee is overigens niet op voorhand gezegd dat een minderheidsaandeelhouder als Templeton c.s. in Tsjechië minder goed beschermd zou zijn. Op basis van de *law on the books* wordt een minderheidsaandeelhouder naar Tsjechisch recht mogelijk zelfs beter beschermd tegen transacties met een controlerende aandeelhouder dan naar Nederlands recht.¹¹ In deze vergelijking wordt echter voorbijgegaan aan de rol die het enquêterecht in Nederland speelt bij de bescherming van minderheidsaandeelhouders.¹²

Voor een vennootschap en haar aandeelhouders zou in de benadering van Kemperink & De Roo onduidelijkheid bestaan over het toepasselijke recht. Dat is onwenselijk.¹³ Een minderheidsaandeelhouder, zoals in casu Templeton c.s., moet erop kunnen vertrouwen dat als zij belegt in een vennootschap naar Nederlands recht haar belangen beschermd worden door het Nederlandse vennootschapsrecht, waarvan het enquêterecht een belangrijk deel uitmaakt.¹⁴

3.3 Het pleidooi van Raaijmakers & Raaijmakers richt zich juist op het laatste aspect van de vorige paragraaf, de toepassing van het enquêterecht.¹⁵ Zij betogen dat de Nederlandse beurs-NV, overigens ongeacht of het gaat om een beurs-NV in den vreemde, uitgezonderd zou moeten worden van de toepassing van het enquêterecht. Het pleidooi van Raaijmakers & Raaijmakers is enerzijds beperkter dan

dat van Kemperink & De Roo, omdat het slechts gaat over de toepassing van het enquêterecht en anderzijds ruimer omdat het ziet op alle beurs-NV's en voor de uitsluiting van het Nederlandse enquêterecht geen toepassing van buitenlands recht in de plaats wordt gesteld. Raaijmakers & Raaijmakers stellen onder meer dat het enquêterecht een concurrentienadeel ten opzichte van andere rechtsstelsels vormt bij de keuze van de statutaire zetel. Een uitzondering op toepassing van het 'internationaal unieke' enquêterecht zou dan juist moeten gelden voor een vennootschap als Fortuna, die anders dan hier statutair gevestigd te zijn, nauwelijks banden heeft met Nederland (zie hierboven nr. 1-2). Ik zou menen dat ook, en wellicht juist, bij dergelijke vennootschappen het Nederlandse enquêterecht een belangrijke rol kan vervullen in de bescherming van de belangen van minderheidsaandeelhouders tegen (mogelijk) machtsmisbruik door een controlerende (of groot)aandeelhouder.¹⁶

3.4 Een meer genuanceerde opvatting kan worden aangetroffen bij De Kluiver.¹⁷ De Kluiver heeft een onderzoek verricht naar "puur buitenlandse" zaken bij de Ondernemingskamer.¹⁸ De Kluiver concludeert op basis van dat onderzoek dat Nederland aantrekkelijker zou worden als de Ondernemingskamer veel terughoudender zou toetsen als een onderneming geen materiële band heeft met de Nederlandse rechtssfeer.¹⁹ De Kluiver nuanceert zijn betoog door te stellen dat de meer terughoudende opstelling van de Ondernemingskamer vooral zou moeten zien op het treffen van onmiddellijke voorzieningen, omdat de impact daarvan enorm groot zijn.²⁰ Ik zou menen dat de uitspraak van de

10 Er valt overigens ook iets te zeggen voor Pools recht, nu de vennootschap ook economisch actief is in Polen en daar een beursnotering heeft. Als er niet één land met een nauwste band valt aan te wijzen, blijft in de opvatting van Kemperink & De Roo toch het recht van het land van de statutaire zetel (Nederlands recht) van toepassing. Zie Kemperink & De Roo 2016, p. 261.

11 Zie de scores van Nederland en Tsjechië op de zogenoemde 'Anti-Self-Dealing Index' van S. Djankov, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes & A. Shleifer, 'The Law and Economics of Self-Dealing', *Journal of Financial Economics* 2008, 88(3), p. 430-465 (hierna: Djankov et al. 2008). De landenscores zijn te raadplegen via de website van professor Shleifer, via <https://scholar.harvard.edu/shleifer/publications/law-and-economics-self-dealing>. Nederland scoort op deze index 0,20 en Tsjechië 0,33 (op een schaal van 0 tot 1), waarbij een hogere score meer bescherming tegen *self-dealing* impliceert. Overigens wordt de beperking tot *law on the books* door Djankov et al. 2008, p. 432 zelf onderkend. Vgl. voorts de meer recente CBR Extended Shareholder Protection Index van het Centre for Business Research van de University of Cambridge onder redactie van M. Siems, beschikbaar via www.repository.cam.ac.uk/bitstream/handle/1810/256566/cbr-spi-30-countries-codebook-and-methodology.pdf.

12 Zie treffend A.M. Paccès, *Rethinking Corporate Governance, The law and economics of control powers*, Londen: Routledge 2012, p. 290. Zie ook N. Hallemesch, 'Belangenconflicten van meerderheidsaandeelhouders. Zoektocht naar betere minderheidsbescherming vanuit rechtseconomisch en rechtsvergelijkend perspectief', *TRV-RPS* 2017/1, p. 27-29 (hierna: Hallemesch 2017).

13 Zie in meer detail de reacties op Kemperink & De Roo 2016 van A.A. Bootsma, J.B.S. Hijink & L. in 't Veld, 'Een bom onder het Nederlandse incorporatiestelsel?', *Ondernemingsrecht* 2016/91 en P.D. Olden & L. Groothuis, 'Delaware aan de Noordzee moet inversions verwelkomen', *Ondernemingsrecht* 2016/92.

14 Zie bijv. L. Timmerman, 'Bescherming van minderheidsaandeelhouders tegen een meerderheidsaandeelhouder in een rechtsvergelijkend perspectief', in: L.J. Hijmans van den Bergh e.a., *Nederlands ondernemingsrecht in grensoverschrijdend perspectief*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht deel 40, Deventer: Kluwer 2003 (hierna: Timmerman 2003), p. 85.

15 Zie Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2), Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 392. Zie ook G.T.M.J. Raaijmakers & M.J.G.C. Raaijmakers, 'De NV in 2020', *Ondernemingsrecht* 2014/12, par. 3.2.4. Vgl. voorts in dezelfde zin o.a. M.J.G.C. Raaijmakers & G.J.H. van der Sangen, 'Beleggersbescherming tussen Wft en NV-recht', *Ondernemingsrecht* 2015/112.

16 Zie ook Bootsma & Hijink 2015, p. 114. De grens om te spreken van een controlerende aandeelhouder wordt doorgaans gelegd bij een belang dat groter is dan 30% van de stemrechten. Zie bijv. Eumedion, *Positie minderheidsaandeelhouders in ondernemingen met een controlerend aandeelhouder*, Position paper d.d. 28 juni 2016, beschikbaar via www.eumedion.nl (hierna: Eumedion 2016), p. 3-4. Vgl. ook de definitie van overwegende zeggenschap in artikel 1:1 Wft. De grens om te spreken van een grootaandeelhouder ligt lager. Soms wordt de grens gelegd bij een stemrecht- of aandelenbelang van meer dan 5%. Zie bijv. Eumedion 2016, p. 4. Zie ook Bootsma & Hijink 2014 en C.F. van der Elst, A. de Jong & M.J.G.C. Raaijmakers, *Een overzicht van juridische en economische dimensies van de kwetsbaarheid van Nederlandse beursvennootschappen*, Onderzoeksrapport ten behoeve van de SER Commissie Evenwichtig Ondernemingsbestuur, 2007, p. 49, onder verwijzing naar de toen geldende WMZ-drempel van 5%. De huidige eerste drempel voor melding van zeggenschap ligt overigens op 3%. De Monitoring Commissie Corporate Governance Code spreekt in de Corporate Governance Code 2016 (hierna: de Code) van een grootaandeelhouder bij een aandelenbelang van meer dan 10%. Zie bijv. bepaling 2.1.8 en 2.7.5 van de Code, beschikbaar via www.mccg.nl.

17 Zie H.J. de Kluiver, 'Over Delaware, de Ondernemingskamer en de aantrekkelijkheid van Nederland als vestigingsland', in: G. van Solinge e.a., *Nederland, het Delaware van Europa?*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut deel 135, Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 143-159 (hierna: De Kluiver 2016).

18 Zie voor de omschrijving van "puur buitenlands" De Kluiver 2016, p. 149.

19 De Kluiver 2016, p. 157. Vgl. M.H.J. van Rest, 'De Ondernemingskamer en de formeel buitenlandse of binnenlandse vennootschap: wat nu?', *TOP* 2017, afl. 3 en de *moot court* opgenomen in Y. Borrius, M. Holtzer, D.J. Oranje & I.S. Wuisman (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2016-2017*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut deel 141, Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 337-380.

20 Zie de discussie tussen H.J. de Kluiver en M.J. Kroeze, zoals verslagen in G. van Solinge e.a., *Nederland, het Delaware van Europa?*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut deel 135, Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 221. Zie hierover ook A.A. Bootsma, 'Nederland, het Delaware van Europa?', *Ondernemingsrecht* 2016/84 (p. 426-427).

Ondernemingskamer in de onderhavige casus aan die terughoudende opstelling voldoet. Door het treffen van een onmiddellijke voorziening, waarbij een commissaris is benoemd die moet toezien op het verstrekken van informatie aan de algemene vergadering met het oog op de te verlenen goedkeuring aan de transactie, heeft de Ondernemingskamer naar mijn mening een adequate en proportionele oplossing voor het geschil geboden.

3.5 Een aardig detail bij de vooropstelling over het terughoudende gebruik van onmiddellijke voorzieningen zolang nog geen onderzoek is gelast, opgenomen in r.o. 3.8 van de beschikking, is dat deze rechtsregel door de Hoge Raad is gegeven in een eerdere enquêteprocedure die door Templeton c.s. was aangespannen, tegen de invoering van loyaliteitsdividend bij Koninklijke DSM N.V.²¹ Deze regel uit de DSM-beschikking is inmiddels gecodificeerd in artikel 2:349a lid 3 BW. De belangen van Templeton c.s. worden overigens in casu niet geraakt door de vereiste terughoudendheid van de Ondernemingskamer bij het treffen van onmiddellijke voorzieningen die sinds de DSM-beschikking geldt. De Ondernemingskamer komt tot het voorlopige oordeel dat er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid van Fortuna te twijfelen (r.o. 3.16) en de door de Ondernemingskamer gemaakte belangenafweging leidt niet tot afwijzing van het verzoek tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen (r.o. 3.19).

3.6 Opvallend is de wijze waarop de Ondernemingskamer de onmiddellijke voorziening heeft vormgegeven. Templeton c.s. hebben de Ondernemingskamer verzocht bij wijze van onmiddellijke voorziening een onafhankelijke bestuurder met bijzondere bevoegdheden aangaande de transactie te benoemen, terwijl de Ondernemingskamer heeft gekozen voor de benoeming van een commissaris. Het bijzondere is dat deze “commissaris” geen deel zal uitmaken van de RvC van Fortuna. Het is eigenlijk een door de Ondernemingskamer benoemde “chef minderheidszaken”²², die moet toezien op een adequate informatievoorziening door de vennootschap aan de algemene vergadering. Voor zover ik heb kunnen achterhalen, is dit de eerste keer dat de Ondernemingskamer bij wijze van onmiddellijke voorziening een functionaris (bestuurder of commissaris) benoemt die geen deel uitmaakt van het desbetreffende orgaan van de vennootschap (bestuur of RvC). De “standaard” benadering van de Ondernemingskamer in een dergelijke casus is het benoemen van een bestuurder of commissaris met een bijzondere besluitbevoegdheid, zoals een beslissende of doorslaggevende stem.²³

De vraag die opkomt, is waarom de Ondernemingskamer er in deze uitspraak voor gekozen heeft om de “commissaris” geen deel uit te laten maken van de RvC. Gesteld kan worden dat op deze wijze proportioneel wordt ingegrepen in de bestaande vennootschappelijke verhoudingen. De desbetreffende “commissaris” heeft louter tot taak een adequate informatievoorziening door de vennootschap aan de (minderheids)aandeelhouders te bewerkstelligen.

Dat biedt echter nog niet een afdoende antwoord op de vraag waarom de Ondernemingskamer klaarblijkelijk de wens heeft gehad om deze “commissaris” buiten de collectieve verantwoordelijkheid en daarmee ook buiten de invloed van de RvC c.q. de individuele commissarissen te plaatsen. Een mogelijke reden – ik geef grif toe dat dat speculatie is – is gelegen in de samenstelling van de RvC. Twee van de drie commissarissen zijn gelieerd aan de controlerende aandeelhouder. De enige onafhankelijke commissaris heeft de transactie – anders dan bijvoorbeeld in de procedure inzake EVC, waar de enige onafhankelijke commissaris, in afwijking van het bestuur en de andere leden van de RvC, het door de controlerende aandeelhouder uitgebrachte openbare bod op de aandelen in EVC *niet* heeft aanbevolen²⁴ – bovendien goedgekeurd. Door de bij wijze van onmiddellijke voorziening benoemde “commissaris” buiten de RvC te plaatsen, lijkt de Ondernemingskamer indirect – op een enigszins verscholen wijze – een uitspraak te doen over het (gebrek aan) vertrouwen dat zij klaarblijkelijk heeft in de onafhankelijkheid – ten opzichte van de controlerende aandeelhouder – van de RvC (zie over de rol van onafhankelijke commissarissen hierna onder 3.7).

Wij zullen moeten afwachten of de Ondernemingskamer vaker een commissaris of bestuurder zal aanwijzen die geen deel uitmaakt van het desbetreffende orgaan van de vennootschap. Het verdient dan wel aanbeveling dat de Ondernemingskamer in haar beschikking motiveert *waarom* ervoor wordt gekozen de functionaris geen deel uit te laten maken van het desbetreffende orgaan van de vennootschap. De Ondernemingskamer is weliswaar bevoegd andere voorzieningen te treffen dan waarom is verzocht, maar deze vrijheid is niet ongeclausuleerd. Daartoe dienen voldoende gronden te bestaan, waarvan in de motivering melding gemaakt dient te worden.²⁵ Deze rechtsoverwegingen roepen de vraag op of de Ondernemingskamer dat motiveringsvereiste in casu, bij de onmiddellijke voorziening om een “commissaris” aan te wijzen die geen deel zal uitmaken van de RvC, voldoende in acht heeft genomen.

3.7 De onderhavige uitspraak is niet alleen interessant om hetgeen de Ondernemingskamer inhoudelijk heeft geoordeeld over de reden om aan een juist beleid te twijfelen en de aard van de te treffen onmiddellijke voorziening, maar

21 Zie HR 14 december 2007, NJ 2008/105, m.nt. Maeijer, JOR 2008/11, m.nt. Doorman, *Ondernemingsrecht* 2008/11, m.nt. Dortmund & Josephus Jitta (DSM), r.o. 3.6.

22 Deze term is in iets ander verband gemunt door T.M. Stevens op het Eumedion symposium 2015, zie www.eumedion.nl/nl/nieuws/-nederland-let-op-uw-saek-verslag-van-eumedion-symposium-2015.

23 Zie voor een illustratie Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 8 april 2014, *Ondernemingsrecht* 2015/18, m.nt. A.A. Bootsma & J.B.S. Hijink (AAA Auto Group N.V.).

24 Zie Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 21 december 2005, JOR 2006/8 (EVC International), r.o. 3.2.

25 Zie HR 4 oktober 2002, NJ 2002/556, JOR 2002/214, m.nt. Van den Ingh, *Ondernemingsrecht* 2002, p. 526-527, m.nt. Van Solinge (Zwagerman Beheer), r.o. 3.2.4. Vgl. ook HR 30 maart 2007, NJ 2007/293, m.nt. Maeijer, JOR 2007/138, m.nt. Josephus Jitta, *Ondernemingsrecht* 2007/111, m.nt. Geerts (ATR Leasing), r.o. 4.4.

ook om andere onderwerpen waarop de Ondernemingskamer juist *niet* ingaat. Ik behandel twee van dergelijke onderwerpen. In deze paragraaf ga ik nader in op de rol van de RvC bij een transactie als de onderhavige tussen een controlerende aandeelhouder en de vennootschap. In de volgende paragraaf sta ik stil bij een voor de praktijk belangrijke ontvankelijkheidsvraag.

Door rechters in de VS, meer in het bijzonder Delaware, wordt een groot belang gehecht aan de rol van onafhankelijke toezichthouders. Indien een transactie van de vennootschap met een controlerende aandeelhouder is goedgekeurd door *independent* (ofwel *disinterested*) *directors* vormt dat voor de rechter een aanwijzing voor een terughoudende inhoudelijke toetsing van de transactie.²⁶

In de Code wordt veel waarde gehecht aan onafhankelijkheid van de RvC.²⁷ Zo dient het merendeel van de commissarissen, onder wie de voorzitter, onafhankelijk te zijn in de zin van bepaling 2.1.7 van de Code.²⁸ Per grootaandeelhouder is maximaal één commissaris aan hem verbonden of hem vertegenwoordigend.²⁹

Fortuna voldoet niet aan deze onafhankelijkheidscriteria.³⁰ Twee van de drie commissarissen, onder wie de voorzitter, zijn gelieerd aan de controlerende aandeelhouder.³¹ Bij de goedkeuring van de transactie door de RvC³² werd deze vertegenwoordigd door de enige onafhankelijke commissaris, de heer Rønde.³³ De Ondernemingskamer lijkt in deze procedure geen expliciete waarde toe te kennen aan het oordeel van de onafhankelijke commissaris.³⁴ In casu is het wel voorstelbaar dat aan deze goedkeuring van de transactie door de onafhankelijke commissaris geen bijzonder gewicht

lijkt te worden toegekend. In deze procedure staat niet zozeer de toetsing van het inhoudelijke besluit (de transactie) centraal, maar de informatievervalsing over de transactie aan de (minderheids)aandeelhouders. Bij dat laatste aspect is het oordeel van onafhankelijke commissarissen over de transactie uiteraard minder van belang. Het verdient echter meer in het algemeen, geabstraheerd van de onderhavige procedure, overweging om als Ondernemingskamer, in lijn met rechters in veel andere jurisdicties³⁵, niet te snel voorbij te gaan aan het oordeel van onafhankelijke commissarissen.³⁶

3.8 Dan de ontvankelijkheidsvraag. Fortuna kwalificeert in het kader van de toegang tot het enquêterecht als een “kleine” vennootschap, met een geplaatst kapitaal van maximaal € 22,5 miljoen.³⁷ De bevoegdheid tot het indienen van een enquêteverzoek komt dan op grond van artikel 2:346 lid 1 aanhef en sub b BW toe aan – kort gezegd – aandeelhouders die ten minste 10% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen. De wetgever lijkt er bij de herziening van het enquêterecht in 2013 vanuit te zijn gegaan dat beursvennootschappen kwalificeren als “grote” vennootschappen in de zin van artikel 2:346 lid 1 aanhef en sub c BW.³⁸ In dat geval bestaat reeds bevoegdheid tot het indienen van een enquêteverzoek voor – kort gezegd – aandeelhouders die 1% van het geplaatste kapitaal of een beurswaarde van € 20 miljoen vertegenwoordigen. In de literatuur is gesuggereerd dat de Ondernemingskamer de onduidelijkheid die op dit punt heerst, weg zou kunnen nemen door in een procedure bij een “kleine” vennootschap als de onderhavige de ontvankelijkheid te toetsen aan de drempels van artikel 2:346 lid 1 sub c BW.³⁹ De Ondernemingskamer laat dit in deze procedure echter na door te constateren dat genoegzaam is gebleken dat Templeton c.s. meer dan 10%, in casu 10,61%, van de aandelen in Fortuna vertegenwoordigt, hetgeen toetsing aan de drempel van artikel 2:346 lid 1 sub b BW impliceert. Hoewel ik meen dat het eerst en vooral op de weg van de wetgever ligt om over deze ontvankelijkheidsvraag bij beursvennootschappen duidelijkheid te verschaffen, vormt het ontbreken van opheldering over dit ontvankelijkheidsvraagstuk niettemin voor de praktijk een gemiste kans.

3.9 Ik kom tot een afronding. Met een in toenemende mate geconcentreerd aandelenbezit bij Nederlandse beurs-

26 Zie voor een recent overzicht met verwijzingen naar literatuur en jurisprudentie L.A. Bebchuk & A. Hamdani, 'Independent directors and controlling shareholders', *University of Pennsylvania Law Review* 2017 (te verschijnen), beschikbaar via www.ssrn.com (hierna: Bebchuk & Hamdani 2017). Zie ook M.J. van Ginneken, 'De onafhankelijke commissaris', *Ondernemingsrecht* 2012/134 (hierna: Van Ginneken 2012) en Hallemesch 2017, beide met verdere verwijzingen.

27 Zie principe 2.1 van de Code. Fortuna valt onder het toepassingsbereik van de Code en past deze ook toe. Zie het jaarrapport 2016, p. 55. Beurs-NV's in den vreemde kunnen er overigens voor kiezen de (Nederlandse) Code na te leven door toepassing van een buitenlandse corporate governance code. Zie A.A. Bootsma & J.B.S. Hijink, 'De beurs-NV in den vreemde. Toepassing en naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code', *MAB* 2014, afl. 5, p. 198-209. Beurs-NV's in den vreemde zoals Fortuna worden niet (meer) betrokken in de nalevingsonderzoeken van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code. Zie A.A. Bootsma, 'Monitoring Commissie Corporate Governance Code – Rapport monitoring boekjaar 2014', *Ondernemingsrecht* 2016/36.

28 Zie bepaling 2.1.7-2.1.9 van de Code.

29 Zie bepaling 2.1.7 sub iii van de Code jo. bepaling 2.1.8 sub vi en vii van de Code.

30 Zie het jaarrapport 2016, p. 55 onder verwijzing naar bepaling III.2.1 van de vorige versie van de Code. De nieuwe Code gaat gelden vanaf het boekjaar 2017. Zie bijv. R.H. Kleipool & M. van Olffen, 'De Nederlandse Corporate Governance Code 2016', *Ondernemingsrecht* 2017/56 (p. 326).

31 Zie het jaarrapport 2016, p. 47.

32 Vgl. bepaling 2.7.5 van de Code.

33 Zie het jaarrapport 2016, p. 47-48.

34 Vgl. voor een procedure waarin de Ondernemingskamer wel belang hecht aan het oordeel van de onafhankelijke commissaris Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 21 december 2005, *JOR* 2006/8 (*EVC International*), r.o. 3.2. Zie voor verwijzingen naar deze uitspraak en andere relevante rechtspraak B.F. Assink, 'Samenwerking in het bestuur', in: L. Timmerman e.a., *Samenwerken in het Ondernemingsrecht*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht deel 80, p. 30-31 (voetnoot 37). Zie ook Timmerman 2003, p. 86-87.

35 Zie bijv. Bebchuk & Hamdani 2017, p. 12, waar wordt gesignaleerd dat “many countries specifically require that independent directors play an active role in scrutinizing selfdealing transactions” en de “increasing reliance on independent directors to police controlling shareholders” wordt geanalyseerd. Zie ook Hallemesch 2017.

36 Zie Van Ginneken 2012, onder verwijzing naar de zogenoemde *trusteeship*-strategie. Zie over de *trusteeship*-strategie in meer detail J. Armour, L. Enriques, H. Hansmann & R.R. Kraakman, 'The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class', in: J. Armour, L. Enriques et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford: Oxford University Press 2017, p. 62-66.

37 Zie voor die constatering ook Q.L.C.M. Bongaerts, 'Ge(mis)plaatst kapitaal', *Ondernemingsrecht* 2016/110 (p. 549) (hierna: Bongaerts 2016).

38 Zie Bongaerts 2016, p. 552-553, op basis van relevante passages uit de wetgeschiedenis.

39 Aldus Bongaerts 2016, p. 554.

NV's, in het bijzonder bij beurs-NV's in den vreemde,⁴⁰ lijkt de verwachting gerechtvaardigd dat casusposities als de onderhavige – een geschil tussen een minderheidsaandeelhouder en grootaandeelhouder naar aanleiding van een transactie tussen de grootaandeelhouder en de vennootschap – vaker aan de (enquête)rechter zullen worden voorgelegd.⁴¹ Mede naar aanleiding van de aandacht die Eumedion voor deze problematiek heeft gevraagd,⁴² staat bescherming van de positie van minderheidsaandeelhouders in het Nederlandse vennootschapsrecht – de Minister van Veiligheid en Justitie spreekt in het kader van de modernisering van het NV-recht in dit verband over een 'heroriëntatie'⁴³ – ook bij de wetgever nadrukkelijk(er) op de agenda. De wetgever zal daarbij Richtlijn 2017/828/EU van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft, dienen te betrekken.⁴⁴ In de onderhavige casus lijkt het ingrijpen van de Ondernemingskamer overigens een adequate rechtsbescherming aan minderheidsaandeelhouders te bieden, al kan worden betwijfeld of de door de Ondernemingskamer getroffen onmiddellijke voorziening – de keuze voor een "commissaris" die geen deel uitmaakt van de RvC – toereikend is gemotiveerd.

A.A. Bootsma

Financieel recht/ Ondernemingsrecht

Ondernemingsrecht 2017/81

Rechtbank Midden-Nederland 27 juli 2016, nr. C/16/391177 / HA ZA 15-392
m.nt. mr. M.C. Schouten¹

RO 2016/61
JONDR 2016/999
JOR 2016/305
ECLI:NL:RBMNE:2016:4094

Uitkoop minderheidsaandeelhouders na openbaar bod (ruilbod). Rechtbank overweegt dat de uitkoopprijs kwalificeert als voorwetenschap die uiterlijk ten tijde van de aankondiging van het voornemen om een uitkoopprocedure te starten bekend had moeten worden gemaakt.

⁴⁰ Zie Bootsma & Hijink 2014, p. 86-89.

⁴¹ Zie ook reeds Bootsma & Hijink 2015, p. 115.

⁴² Zie Eumedion 2016, waarover T.M. Stevens, 'Eumedion voorstel bescherming minderheidsaandeelhouders', *Ondernemingsrecht* 2017/65.

⁴³ *Kamerstukken II* 2016/17, 29752, 9.

⁴⁴ *PbEU* 2017, L 132/1. Voor de onderhavige casus is in het bijzonder artikel 9 quater over transparantie en goedkeuring van transacties met verbonden partijen van belang. Zie over de richtlijn ook T.C.A. Dijkhuizen & J. Nijland, 'De herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn: een eerste reflectie', *MvO* 2017, afl. 5-6 en – op basis van eerdere voorstellen – W.B. Kuijpers, 'Voorstel Europese Commissie wijziging richtlijn aandeelhoudersrechten', *Ondernemingsrecht* 2014/89 en M. van Offen, 'Kapitaalverschaffers en de Aandeelhoudersrichtlijn', in: G. van Solinge e.a., *Nederland, het Delaware van Europa?*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut deel 135, Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 175-193.

¹ Michael Schouten is advocaat te Amsterdam.

lificeert als voorwetenschap die uiterlijk ten tijde van de aankondiging van het voornemen om een uitkoopprocedure te starten bekend had moeten worden gemaakt.

VEB/Ziggo

1. Achtergrond en feiten

Begin 2014 maakte Liberty Global Plc haar voornemen bekend om een openbaar bod op de aandelen van Ziggo N.V. uit te brengen. Enkele maanden later werd het biedingsbericht gepubliceerd en het bod gelanceerd. Aandeelhouders die hun aandelen verkochten, ontvingen daarvoor een geldbedrag en aandelen Liberty Global. Het bod verliep succesvol. Op 21 november 2014, twee dagen na het verstrijken van de na-aanmeldingstermijn, kondigde Liberty Global aan dat zij 98,4% van de aandelen Ziggo had verkregen, en dat zij voornemens was een uitkoopprocedure op de voet van art. 2:359c BW te starten.

Liberty Global betekende vervolgens op 3 december 2014 de uitkoopdagvaarding aan het parket van het Openbaar Ministerie bij het Hof Amsterdam. Een uittreksel van het exploitatiedagvaarding werd twee dagen later gepubliceerd in *Het Financieele Dagblad*. De in de dagvaarding genoemde uitkoopprijs van € 39,78 werd in dit uittreksel niet vermeld. De VEB verzocht op 8 december 2014 een kopie van de dagvaarding en aan dit verzoek werd gehoor gegeven. Direct hierna plaatste Ziggo de dagvaarding op haar website en maakte zij in een persbericht de uitkoopprijs bekend. Niet veel later maakte de beurskoers een sprong van iets onder € 36 per aandeel tot ruim € 38 per aandeel.

In de onderhavige procedure vordert de VEB op de voet van art. 3:305a BW (collectieve actie) een verklaring voor recht dat (i) Ziggo in strijd heeft gehandeld met de verplichting om voorwetenschap (hierna: koersgevoelige informatie) onverwijld bekend te maken ex art. 5:25i lid 2 Wft (inmiddels vervangen door de Verordening marktmisbruik); (ii) Ziggo hierdoor onrechtmatig heeft gehandeld ten opzichte van de aandeelhouders die in de betreffende periode hun aandelen verkocht hebben; (iii) die aandeelhouders hierdoor (koers) schade hebben geleden; en (iv) dat transactiecausaliteit aanwezig is. Ziggo verweert zich, kort gezegd, door te stellen dat informatie inzake de hoogte van de uitkoopprijs niet als koersgevoelige informatie kwalificeerde, althans dat op Ziggo geen verplichting rustte om deze informatie onverwijld bekend te maken omdat die niet *rechtstreeks* op haar betrekking had, zoals door art. 5:25i lid 2 Wft vereist.

2. De beslissing

De rechtbank komt tot de conclusie dat wel degelijk sprake was van koersgevoelige informatie. Aan alle criteria van art. 5:53 lid 1 Wft is volgens de rechtbank voldaan: (i) de informatie was voldoende concreet; (ii) de informatie was nog niet openbaar; (iii) verwacht moest worden dat van openbaarmaking een significante invloed op de koers zou uitgaan; en (iv) de informatie had rechtstreeks betrekking op