

JOR 2015/70 Gerechtshof Amsterdam, 10-07-2012, 200.090.417, [ECLI:NL:GHAMS:2012:BX0488](#)

Overname SdB door Jumbo, Tussenvonnis, VEB ontvankelijk in vordering betreffende behartiging belangen van beleggers die aandelen in Super de Boer inmiddels hebben verkocht, Om openbaarmaking van koersgevoelige informatie uit te stellen moet uitgevende instelling vertrouwelijkheid van deze informatie kunnen waarborgen, Ontwikkelingen in markt die significant afwijken van gebruikelijke patronen kunnen leiden tot conclusie dat aan deze voorwaarde niet langer is voldaan, Deskundigenbericht gelast, Hoger beroep van Rb. Utrecht 30 maart 2011, «JOR» 2011/191, m.nt. Stevens

» **Noot**

1. Dit tussenarrest van het Hof Amsterdam (nevenzittingsplaats Arnhem) is het hoger beroep van het vonnis van (destijds) Rechtbank Utrecht van 30 maart 2011, «JOR» 2011/191, m.nt. Stevens. Het tussenarrest was nog niet eerder gepubliceerd in «JOR», maar is wel van belang voor een goed begrip van het inmiddels gewezen en hierna gepubliceerde eindarrest. De uitspraak gaat in op een aantal *issues* dat speelt indien een uitgevende instelling civielrechtelijk aansprakelijk wordt gesteld in geval van niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie (art. 5:25i lid 2 jo. art. 5:53 lid 1 Wft). Zie daarover ook mijn bijdrage aan *Aansprakelijkheid in de financiële sector*, Serie Onderneming & Recht, deel 78 (2013), p. 711-772.

2. Voor wat betreft de feiten van de onderhavige zaak verwijs ik naar r.o. 4.1. Daaraan voeg ik nog toe dat voorafgaand aan 18 september 2009 én nadat Super de Boer NV (SdB) op 4 september 2009 een kopie van een bod van een Nederlandse branchegenoot, Jumbo, met daarbij gevoegd een termsheet had ontvangen waaruit bleek dat Jumbo en Casino (een grootaandeelhouder van SdB en een Franse branchegenoot) een principeakkoord hadden bereikt over een mogelijke verkoop van de onderneming van SdB aan Jumbo er geen marktgeruchten circuleerden over een mogelijke overname van SdB. Wel waren er opvallende ontwikkelingen waar te nemen in de beurskoers en de handelsomzet van het aandeel SdB. Zie daarvoor r.o. 4.17 van het tussenarrest. De significantie daarvan werd door SdB betwist. VEB heeft daarop SdB in rechte betrokken op de grondslag dat SdB te laat aan de publicatieplicht van koersgevoelige informatie (KGI) had voldaan. Om die reden zou SdB onrechtmatig hebben gehandeld jegens de beleggers die hun aandelen voorafgaand aan 18 september 2009 hadden verkocht (art. 6:162 BW). Aan deze beleggers is de door Jumbo uiteindelijk betaalde overnamepremie namelijk ontgaan (hoewel de aandelen in SdB niet door Jumbo werden overgenomen, maar de overname in de vorm van een activa- en passivatransactie geschiedde). De VEB pleegt in dit soort geschillen haar rechtsvordering(en) in te stellen op grond van art. 3:305a BW, daarbij opkomende ter bescherming van de gelijksoortige belangen van de verkopende aandeelhouders SdB die in onwetendheid verkeerden over de aanstaande overname. VEB kan daarbij een verklaring voor recht vorderen dat SdB in een bepaald tijdvak onrechtmatig jegens een bepaalde groep van beleggers – in casu de aandeelhouders die vóór 18 september 2009 en na een in deze procedure nog vast te stellen peildatum hun aandelen SdB hebben verkocht – heeft gehandeld. Die peildatum is het moment waarop SdB verplicht was te voldoen aan de wettelijke publicatieplicht. Een rechtsvordering strekkende tot schadevergoeding in geld behoort nog immer niet tot de mogelijkheden (art. 3:305a lid 3 BW). Tot slot merk ik op dat in de loop van de procedure in appel de (materiële en formele) positie van SdB is overgenomen door de Stichting Procedure SdB (verder gemakshalve ook SdB te noemen).

3. In haar vonnis van 20 maart 2011 heeft de Rechtbank Utrecht de door VEB gevorderde verklaringen voor recht toegewezen. De rechtbank oordeelde – kort gezegd – dat SdB op 4 september 2009 beschikte over KGI en dat zij daarna een beroep mocht doen op de uitstelregeling (art. 5:25i lid 3 Wft). In de procedure stond niet ter discussie dat SdB bij uitstel van publicatie van het van Jumbo ontvangen bod een rechtmatig belang had (lid 3 onder a) en dat van uitstel van openbaarmaking – ik voeg daaraan zelf toe: ook vanwege het uitblijven van marktgeruchten over een aanstaande overname – geen misleiding van het beleggend publiek te duchten was (lid 3 onder b). Het springende punt van de procedure in eerste aanleg was of, en zo ja, vanaf wanneer SdB niet

langer in staat was de vertrouwelijkheid van de met een beroep op de uitstelregeling achtergehouden KGI over het bod van Jumbo te waarborgen (lid 3 onder c). De rechtbank oordeelde zelfstandig (en dus zonder dat zij het nodig achtte daarover eerst door (een) deskundige(n) voorgelicht te worden) dat SdB in de avond van 10 september 2009 een persbericht had moeten verspreiden. Op dat moment mocht SdB niet langer meer een beroep doen op de uitstelregeling. Reden daarvoor was dat het aandeel SdB op 9 september 2009 607.200 maal verhandeld werd. Dat was een opvallend aantal, gezien de veel kleinere transactie aantallen die daarvoor werden verhandeld. De rechtbank biedt dan nog wel ruimte voor de veronderstelling dat sprake was van een eenmalige uitschieter. Op 10 september 2009 vonden vervolgens 865.239 transacties in het aandeel SdB plaats. De rechtbank oordeelde dat SdB aan het einde van die dag had moeten vaststellen dat sprake was van een omzetting die zo abnormaal was, dat in redelijkheid moest worden betwijfeld dat de informatie over het bod van Jumbo nog vertrouwelijk was. SdB had op dat moment dan ook de conclusie moeten trekken dat zij de vertrouwelijkheid van het bod van Jumbo niet langer kon waarborgen en een persbericht had moeten uitbrengen. Opmerkelijk is dat de rechtbank niet alleen de gevorderde verklaring voor recht toewijst met de strekking dat SdB onrechtmatig heeft gehandeld jegens haar aandeelhouders die op grond van onvolledige informatie hun aandelen in de periode van 11 september 2009 tot en met 17 september 2009 hebben verkocht, maar ook de door VEB gevorderde verklaring dat SdB gehouden is de door deze groep aandeelhouders geleden schade te vergoeden (zie verder mijn noot onder 5 en 6 bij «JOR» 2015/71).

4. In appel wijst het Hof Amsterdam een tussenarrest, met daarin een aantal belangrijke beslissingen. Ten eerste: de beslissing dat VEB kan opkomen voor de belangen van degenen die aandelen SdB in hun bezit hebben gehad, maar deze ten tijde van het instellen van deze procedure door VEB al hadden verkocht (r.o. 4.8). Het hof maakt in dit geval met het verweer dat VEB in haar vordering niet ontvankelijk zou zijn ongenadig korte metten (r.o. 4.7). Gelet op de statutaire doelomschrijving van VEB kan er “redelijkerwijs geen twijfel over bestaan” dat VEB zich ook de belangen aantrekt van personen die op enig moment aandelen of andere effecten in hun bezit hebben gehad. Onvoldoende grond bestaat voor de uitleg van de statutaire doelomschrijving dat VEB slechts opkomt voor de belangen van *actuele* bezitters van bepaalde effecten. Wie het recent uitgekomen jubileumboek van VEB van de hand van Prof. dr. Paul Frentrop – getiteld: *Het recht van den effectenbezitter* – heeft gelezen, weet dat VEB al (ruim) 90 jaar lang ook opkomt voor de belangen van aandeelhouders die hun aandelen onder valse voorwendselen, met *powerplay* of door wanbeleid zijn kwijtgeraakt.

5. Ten tweede: nadat het hof in r.o. 4.9 het processuele geschil heeft omschreven – en dat is de bewijs- en materiële rechtsvraag of aan de derde voorwaarde van de uitstelregeling is voldaan, inhoudende dat SdB de vertrouwelijkheid van de achtergehouden informatie kon waarborgen (art. 5:25i lid 3 onder c Wft) – worden in vervolg daarop enkele regels van bewijslastverdeling geformuleerd (r.o. 4.10). Het vertrekpunt in deze is volgens het hof dat VEB zich beroept op de rechtsgevolgen van de verplichting die op SdB rustte op grond van art. 5:25i lid 2 Wft. Onvermeld laat het hof het civielrechtelijke rechtsgevolg dat daaraan door de VEB wordt verbonden, te weten civielrechtelijke aansprakelijkheid van SdB voor de door de niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van KGI veroorzaakte schade. SdB verweert zich daartegenover met een beroep op de uitstelregeling van art. 5:25i lid 3 Wft. Het is daarom aan SdB om te stellen en – in geval van gemotiveerde betwisting door VEB – te bewijzen dat aan de voorwaarden van dat beroep op uitstel is voldaan. Of anders gezegd: aangezien SdB zich op een uitzondering op de hoofdregel van onverwijld openbaarmaking (art. 5:25i lid 2 Wft) beroept – en dus een zelfstandig of bevrijdend verweer voert – is het aan SdB om te stellen en zo nodig te bewijzen dat aan alle voorwaarden van dat beroep op de uitstelregeling (art. 5:25i lid 3 Wft) is voldaan. Dat de bewijslast op dit punt bij SdB rust, geldt ook voor de voorwaarde dat SdB de vertrouwelijkheid van de achtergehouden informatie kon waarborgen. Voor een voldoende gemotiveerde betwisting is in dit verband wel vereist dat VEB concrete feiten en omstandigheden stelt waaruit kan worden afgeleid dat de vertrouwelijkheid niet (langer) was verzekerd, en dat zij haar stellingen dienaangaande genoegzaam onderbouwt. Dit laatste geldt te meer in het geval zou moeten worden aangenomen dat de uitgevende instelling op zichzelf heeft voldaan aan

de vereisten om de vertrouwelijkheid van de informatie te waarborgen als genoemd in art. 4 lid 2 Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft (*Stb.* 2008, 578). Zie hierna verder onder 7.

6. Eerst nog een enkel woord over de werking van het bewijsrecht en de bewijslastverdeling. Art. 149 lid 1 Rv bepaalt dat de rechter slechts die feiten of rechten aan zijn beslissing ten grondslag mag leggen die in het geding te zijner kennis zijn gekomen of zijn gesteld en die overeenkomstig de voorschriften van het wettelijk bewijsrecht zijn komen vast te staan. Van feiten of rechten die niet of onvoldoende zijn betwist, mag de rechter geen bewijs verlangen. De rechter moet die feiten of rechten als vaststaand aannemen, tenzij – aldus art. 149 lid 1 tweede zin Rv – de niet (afdoende) betwisting zou leiden tot een rechtsgevolg dat niet ter vrije bepaling van partijen staat. In dat laatste geval blijft de rechter bevoegd bewijs te verlangen. De Rechtbank Utrecht oordeelde in haar vonnis dat het recht op uitstel van openbaarmaking van KGI niet ter vrije bepaling van partijen zou staan in verband met de grote gevolgen die dit uitstel heeft voor degenen die in september 2009 aandeelhouder SdB waren (r.o. 4.7). Dit zou tot gevolg hebben dat wanneer de stellingen van de uitgevende instelling ten aanzien van het gebruik dat van de uitstelregeling kan worden gemaakt niet (afdoende) door aandeelhouders zijn betwist een rol voor de rechter is weggelegd. Uit de parlementaire geschiedenis blijkt dat een dergelijke actieve rol voor de rechter vooral gewenst is in die gevallen waarin het algemeen belang zich verzet tegen vrije beschikking door partijen, zoals bijvoorbeeld bij familierechtelijke betrekkingen. In appel achtte het hof mijns inziens terecht geen reden aanwezig om ten aanzien van eventueel niet door aandeelhouders SdB betwiste stellingen over het gebruik dat door SdB van de uitstelregeling kan worden gemaakt desalniettemin bewijs van de uitgevende instelling te verlangen (r.o. 4.10).

7. Ten derde: het hof geeft in r.o. 4.12 nadere invulling aan de derde uitstelvoorwaarde: het kunnen waarborgen van de vertrouwelijkheid (art. 5:25i lid 3 onder c Wft). Voor de invulling van deze voorwaarde is van belang – maar niet beslissend – of de uitgevende instelling voldoende maatregelen heeft genomen om de vertrouwelijkheid van de achtergehouden KGI te waarborgen. Een belangrijke maatregel die de uitgevende instelling in elk geval dient te nemen om de vertrouwelijkheid van de informatie te waarborgen, is het beperken van de toegang tot KGI tot die personen voor wie het noodzakelijk is om in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie bekend te zijn met deze informatie (*need to know*-beginsel). Om dit doel te bereiken, kunnen diverse hulpmiddelen gehanteerd worden. Te denken valt aan het nummeren van kopieën, gebruik van codenamen, beveiliging van het computernetwerk met wachtwoorden etc. Bevorderlijk voor het waarborgen van vertrouwelijkheid is verder nog de verplichting van uitgevende instellingen om de op de insiderlijst voorkomende personen die op regelmatige of incidentele basis kennis kunnen hebben van KGI op de hoogte te stellen van de in afdeling 5.4.2 Wft (Regels ter voorkoming van marktmisbruik) gestelde verboden en de hoogte van de sancties die op overtreding daarvan zijn gesteld (art. 5:59 lid 1 Wft). Een laatste voorbeeld van een te nemen maatregel is het sluiten van een geheimhoudingsovereenkomst. Het sluiten van een dergelijke overeenkomst legitimeert de uitgevende instelling om KGI selectief aan een derde mede te delen, indien dit althans geschiedt *in* het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie (art. 5:25i leden 5 en 6). Met het sluiten van een geheimhoudingsovereenkomst beoogt de uitgevende instelling te voorkomen dat deze informatie voortijdig openbaar wordt gemaakt. Het sluiten van een geheimhoudingsovereenkomst zal er tevens toe strekken de derde waarmee de overeenkomst wordt gesloten de inhoud van het mededelingsverbod van art. 5:57 lid 1 Wft nog eens uitdrukkelijk onder de aandacht te brengen. Volgens het Hof staat niet ter discussie dat, ook als SdB aan deze eis van het nemen van voldoende maatregelen voldoet, zich nog steeds situaties kunnen voordoen waarin geconcludeerd moet worden dat de vertrouwelijkheid van de achtergehouden KGI niet langer kan worden gewaarborgd. In dat geval herleeft de verplichting voor SdB om de KGI op grond van de hoofdregel van art. 5:25i lid 2 Wft onverwijld openbaar te maken. In mijn woorden: het gaat bij het naleven van de derde voorwaarde van de uitstelregeling dus niet om een inspanningsverbintenis van de uitgevende instelling, maar om een resultaatsverbintenis.

8. Volgens het hof wordt niet vereist dat daadwerkelijk vaststaat dat de vertrouwelijkheid op een of andere wijze is doorbroken. Voldoende is dat er “duidelijke signalen” zijn dat de vertrouwelijkheid van de informatie niet meer is verzekerd. Zo kunnen bepaalde marktomstandigheden, waaronder ook de ontwikkelingen in het koersverloop en/of de omzetvolumes, al dan niet in combinatie met andere factoren een dergelijk signaal opleveren. Voorop stelt het hof daarbij dat in het algemeen niet op speculatie of onware geruchten in de markt behoefte te worden gereageerd. Dit wordt anders als bijvoorbeeld marktgeruchten geheel of ten dele op waarheid berusten. Zie daarvoor mijn proefschrift, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie*, Serie VHI, deel 107, p. 416-426. Een verplichting tot het alsnog openbaar maken van KGI kan voor de uitgevende instelling ontstaan als sprake is van ontwikkelingen in de markt die significant afwijken van de gebruikelijke patronen, zonder dat daarvoor een andere (overtuigende) verklaring door de uitgevende instelling kan worden gegeven. In dat geval bestaat er immers gereede twijfel aan het voortduren van de vereiste vertrouwelijkheid van de informatie.

9. Ten vierde: anders dan de rechtbank gelast het hof een deskundigenbericht om op basis daarvan verder te beslissen. Het hof doet dat nadat vastgesteld is dat buiten discussie staat dat SdB de vereiste maatregelen heeft genomen om de vereiste vertrouwelijkheid te waarborgen (zie hiervoor onder 7), waarmee zij in beginsel aan haar verplichtingen heeft voldaan. Gelet op het partijdebat over het al dan niet bijzondere karakter van de marktontwikkelingen in de periode na 4 september 2009 wenst het hof voorgelicht te worden over de vraag of de ontwikkelingen in de beurskoers en de handelsomzet zo significant en onverklaarbaar waren dat zij SdB tot de conclusie hadden moeten brengen dat de vertrouwelijkheid van de achtergehouden informatie niet meer was gewaarborgd. Het gaat daarbij met name om de vraag of de ontwikkeling van de omzet en/of de koers van het aandeel SdB op zichzelf beschouwd en in historisch perspectief gezien significant is te noemen en of er factoren zijn die een andere, overtuigende verklaring voor die ontwikkeling(en) konden opleveren, anders dan dat er sprake was van handel met voorwetenschap.

10. In een – hier niet gepubliceerd – tussenarrest van 16 april 2013 heeft het hof als deskundigen benoemd: een hoogleraar met deskundigheid op het gebied van financiering en belegging (Prof. dr. A. de Jong, verbonden aan de EUR) en een zakenbankier/beleggingspecialist met praktijkervaring met fusie- en overnameprocessen bij uitgevende instellingen (mr. G.St. Panjer, oud-voorzitter van de VBA en oud-directeur van Prudential). In voorkenniszaken die de afgelopen 25 jaar aan de strafrechter zijn voorgelegd, heeft mr. Panjer eerder deskundigenberichten uitgebracht. Met de keuze voor deze twee deskundigen wordt bevorderd dat de onderzoeksvraag wordt beantwoord vanuit verschillende disciplines en invalshoeken.

mr. G.T.J. Hoff, advocaat te Haarlem