

JOR 2016/305, Rechtbank Midden-Nederland, zp Utrecht, 27-07-2016, C/16/391177 / HA ZA 15-392, [ECLI:NL:RBMNE:2016:4094](#)

Marktmisbruik door voorwetenschap, Openbaar maken koersgevoelige informatie, Ziggo had gevorderde uitkoopprijs, die concreet was en rechtstreeks op haar betrekking had, onverwijld algemeen verkrijgbaar moeten stellen, Onrechtmatig handelen jegens beleggers, Afwijzing vorderingen op basis van collectieve actie, Verband met OK 21 april 2015, «JOR» 2015/165, m.nt. Josephus Jitta

» **Noot**

1. Deze zaak illustreert ten *eerste* dat de civielrechtelijke handhaving van de voor beursvennootschappen geldende publicatieplicht van koersgevoelige informatie (KGI) ook bij private marktpartijen (in dit geval de VEB, een belangenbehartiger op de voet van art. 3:305a BW) in goede handen kan zijn. De AFM is namelijk soms opvallend afwezig. Dat was eerder het geval toen Super de Boer (SdB) in september 2009 verlaat bekendmaakte dat haar grootaandeelhouder Casino een principeakkoord had gesloten met branchegenoot Jumbo over een verkoop van de onderneming van SdB aan Jumbo. De AFM heeft toen niet ingegrepen, althans niet zichtbaar voor de buitenwereld. De VEB heeft vervolgens wel met succes actie ondernomen en verklaringen voor recht gevorderd dat SdB de publicatieplicht van KGI had overtreden en daarmee onrechtmatig had gehandeld jegens de aandeelhouders die op grond van onvolledige informatie in een bepaalde periode hun aandelen hadden verkocht. Zie daarvoor [«JOR» 2015/70](#) en [«JOR» 2015/71](#), m.nt. Hoff. Het stilzitten van de AFM wordt door beursvennootschappen nog wel eens als verweer tegen een aansprakelijkstelling aangevoerd. Hof Amsterdam oordeelde in de *Super de Boer*-zaak dat aan het niet doen van onderzoek en/of het niet nemen van handhavingsmaatregelen door de toezichthouder geen consequenties verbonden kunnen worden. Het hof overwoog als volgt ([«JOR» 2015/71](#), r.o. 2.17): “Stichting Procedure SdB heeft ten slotte nogmaals gewezen op het feit dat de AFM, die is belast met het constateren en vervolgen van handel met voorwetenschap, geen aanleiding heeft gezien om in dit geval maatregelen te nemen. Naar het oordeel van het hof geeft dit echter onvoldoende reden om over het vorenstaande anders te oordelen. Daarbij is van belang dat Stichting Procedure SdB geen concrete informatie heeft kunnen geven over de vraag in hoeverre de AFM in dit geval daadwerkelijk onderzoek heeft gedaan en of de AFM inderdaad van het nemen van maatregelen heeft afgezien. Wat de redenen voor de AFM zijn geweest om niet in te grijpen, is onbekend. Met de mogelijke opvatting van de toezichthouder kan daarom in dit geval geen rekening worden gehouden.” Dit verweer van beursvennootschappen lijkt daarmee voorgoed in de ban te zijn gedaan.

2. In de *tweede* plaats leert deze zaak dat een beursvennootschap er voortdurend op bedacht moet zijn dat een persbericht daadwerkelijk alle openbaar te maken koersgevoelige informatie bevat. In dit geval hadden Liberty Global plc (de moedermaatschappij van de bidder, LGE HoldCo VII BV) en Ziggo NV (de doelvennootschap) in een gezamenlijk persbericht van 21 november 2014 bekend gemaakt dat Liberty Global na het verstrijken van de na-aanmeldingstermijn 98,4% van het geplaatste kapitaal in handen had verkregen. Tevens werd in het persbericht aangekondigd dat een uitkoopprocedure op grond van art. 2:359c BW zou worden ingesteld om de resterende aandelen te verkrijgen, zonder dat over de modaliteiten van een dergelijke uitkoop aanvullende informatie aan het belegend publiek werd verstrekt. Die noodzaak om in dit geval aanvullende informatie te verstrekken, heeft de volgende achtergrond. Het openbaar bod van Liberty Global op Ziggo was een ruilbod, en niet een *cash*bod; de biedprijs luidde in op NASDAQ in US\$ genoteerde aandelen Liberty Global en een geldbedrag. Verder teken ik aan dat de uitkoopprijs ex art. 2:359c lid 6 BW altijd in geld dient te luiden. Omdat het uitstotingsrecht het karakter heeft van een onteigening, past het volgens de Nederlandse wetgever niet dat de minderheidsaandeelhouder wordt gedwongen een andere vergoeding te aanvaarden dan een vergoeding in geld (*Kamerstukken II 2005/06*, 30 419, nr. 3, p. 49). Het was dus een prangende vraag van het belegend publiek te weten op welke wijze het ruilbod vertaald zou worden in een geldbedrag, en wat de uitkomst daarvan was. Nogmaals: het persbericht van 21 november 2014 vermeldde daarover niets.

3. Vervolgens hebben Liberty Global en Ziggo bij uitkoopdagvaarding van 3 december 2014 een uitkoopprocedure ingesteld tegen de onbekende minderheidsaandeelhouders van Ziggo. Daartoe is onder meer een uittreksel van het exploit op 5 december 2014 gepubliceerd in Het Financieele Dagblad. Het uittreksel bevatte – in tegenstelling tot de uitkoopdagvaarding – niet de uitkoopprijs. Nadat de VEB op maandag 8 december 2014 een kopie van de uitkoopdagvaarding had opgevraagd, is deze aan de VEB verstrekt; Ziggo heeft vervolgens deze dagvaarding op haar website geplaatst en is de in de uitkoopdagvaarding gevorderde uitkoopprijs van € 39,78 per aandeel in een persbericht bekendgemaakt.

4. In deze zaak stond daarmee de vraag centraal of Ziggo de publicatieplicht van KGI (art. 5:25i lid 2 jo. art. 5:53 lid 1 Wft) heeft overtreden door niet eerder dan op 8 december 2014 de uitkoopprijs van € 39,78 per aandeel in een persbericht openbaar te maken. Wie het koersverloop in de periode tussen 21 november 2014 (en dat is de datum waarop de uitkoopprocedure in een persbericht werd aangekondigd, zonder verdere details) en 8 december 2014 in kaart brengt, ziet dat de beurskoers van het aandeel Ziggo in die gehele periode achterblijft bij de gevorderde uitkoopprijs. Het verschil van ca. 10% verdwijnt pas, en wel onmiddellijk, nadat Ziggo het persbericht van 8 december 2014 had uitgegeven. Wie o wie was in deze periode in de markt om aandelen Ziggo goedkoop in te slaan? Was dat misschien één van de bij het openbaar bod op Ziggo betrokken marktpartijen of gewoon een handige *stockbroker* of investeerder? Het antwoord op deze vraag zou ook de AFM als toezichthouder moeten interesseren.

5. Het lijkt misschien op het eerste gezicht verwonderlijk dat uitsluitend Ziggo op de niet-naleving van de publicatieplicht van KGI uit hoofde van onrechtmatige daad door de VEB is aangesproken. Ziggo is immers de doelvennootschap die de in het kader van de uitkoopprocedure verschuldigde biedprijs formeel niet heeft aangeboden en na vaststelling daarvan door de OK ook niet behoeft te voldoen. Daar staat tegenover dat Ziggo (als houdster van eigen aandelen) tezamen met de bieder als eiser optrad in de uitkoopprocedure (hetgeen volgens de laatste zin van art. 2:359c lid 1 BW mogelijk is, aangezien na gestanddoening “twee of meer groepsmaatschappijen dit deel van het geplaatste kapitaal [ten minste 95%] samen verschaffen en dit deel van de stemrechten [ten minste 95%] samen vertegenwoordigen en zij samen de vordering instellen tot overdracht aan degene die het openbaar bod heeft uitgebracht”) en dat Ziggo onderworpen is aan de publicatieplicht van KGI van art. 5:25i Wft. Verdedigbaar lijkt mij echter dat de VEB in dit geval ook de bieder op grond van handelen in strijd met art. 4 lid 3 Besluit openbare biedingen Wft (Bob) (en daarmee op grond van onrechtmatige daad) had kunnen aanspreken. Op grond van die bepaling dient een bieder een openbare mededeling te doen over informatie als bedoeld in art. 5:53 lid 1 Wft “voor zover die rechtstreeks op hem betrekking heeft of verband houdt met het voorgenomen, aangekondigde of uitgebrachte openbaar bod”. Deze bepaling uit het Bob voorziet in een uitbreiding van de werkingssfeer van de publicatieplicht voor de looptijd van de biedingsprocedure en zoekt daarvoor aansluiting bij de wettelijke regeling van de publicatieplicht van KGI. Ik zou menen dat de in art. 2:359c BW geregelde uitkoopprocedure voldoende “verband houdt met het (...) uitgebrachte openbaar bod”, zodat deze voor de bieder geldende bijzondere publicatieplicht van art. 4 lid 3 Bob nog steeds geldend is. Immers, deze uitkoopprocedure maakt het voor een bieder mogelijk na een openbaar bod minderheidsaandeelhouders van de doelvennootschap uit te stoten. Deze uitkoopprocedure zal bovendien in het biedingsbericht al zijn aangekondigd, terwijl de vordering uit hoofde van de uitkoopprocedure van art. 2:359c BW binnen drie maanden na afloop van de termijn voor aanvaarding van het bod dient te worden ingesteld (art. 2:359c lid 3 BW).

6. Het vonnis laat in extenso zien op welke wijze – in *baseball*-termen gesproken – alle honken van het begrip “voorwetenschap” (ofwel KGI) één voor één aangetikt moeten worden. Dat begrip was tot 3 juli 2016 omschreven in art. 5:53 lid 1 Wft. Uitsluitend voorwetenschap die rechtstreeks betrekking heeft op de beursvennootschap moest onverwijld openbaar gemaakt worden (art. 5:25i lid 2 jo. art. 5:53 lid 1 Wft). Sindsdien is de publicatieplicht opgenomen in art. 17 van de Verordening Marktmissbruik Nr. 596/2014, ook wel bekend onder het acroniem MAR (*Market Abuse Regulation*). Dit betekent dat thans uitsluitend Europese

voorschriften – een verordening, een uitvoeringsverordening en *guidance* van ESMA – bepalend zijn voor de reikwijdte van de voor beursvennootschappen geldende publicatieplicht van KGI. Ter geruststelling: niets wezenlijks (op de uitstelregeling na) verandert er echter. Zo bepaalt art. 17 lid 1 MAR: “Een uitgevende instelling maakt voorwetenschap die rechtstreeks betrekking heeft op die uitgevende instelling, zo snel mogelijk openbaar”. Het begrip “voorwetenschap” wordt in art. 7 lid 1 sub a) MAR omschreven als: “niet openbaar gemaakte informatie die concreet is en die rechtstreeks of onrechtstreeks betrekking heeft op een of meer uitgevende instellingen of op een of meer financiële instrumenten en die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van deze financiële instrumenten of daarvan afgeleide financiële instrumenten”. Van de gelegenheid is tevens gebruikgemaakt om bestaande rechtspraak van het Hof van Justitie – waaronder de voor de publicatieplicht belangrijke *Gelt/Daimler*-zaak («JOR» 2014/267, m.nt. Hoff) – in de verordening te codificeren.

7. Terug naar het vonnis, waarvan het leeuwendeel betrekking heeft op een toetsing van de informatie in kwestie aan de bestanddelen van het begrip “voorwetenschap”. Het vonnis bespreekt die bestanddelen in een niet erg logische volgorde. Terecht wordt de bij Ziggo bekende informatie over de biedprijs als “concrete informatie” aangemerkt (r.o. 4.13-4.15). Ziggo had zich verweerd met de stelling dat de vaststelling van de uitkoopprijs was voorbehouden aan de OK (art. 2:359c lid 6 BW), zodat de gevorderde uitkoopprijs geen concrete informatie zou kunnen zijn. De rechtbank oordeelt daarover terecht en begrijpelijk dat de gevorderde uitkoopprijs weldegelijk een bouwsteen is waarop de vaststelling door de OK van de “billijke prijs” mede zal steunen. Daaraan voegt de rechtbank nog toe dat de gevorderde uitkoopprijs in feite een concreet minimumbedrag is waarop de markt kan rekenen, omdat niet goed denkbaar is dat de OK een lagere uitkoopprijs zal vaststellen. Ook het oordeel van de rechtbank dat de informatie in kwestie “rechtstreeks” op Ziggo betrekking heeft, lijkt mij juist (r.o. 4.5-4.6). Ziggo betwistte dat, omdat deze informatie niets zou zeggen over de financiële, commerciële of operationele positie van Ziggo. Het zou slechts gaan om het oordeel van een grootaandeelhouder over het vaststellen van de uitkoopprijs na een openbaar bod. De rechtbank motiveert haar oordeel uitvoerig en zij haalt daartoe zelfs het begrip *free float* (het deel van het aandelenkapitaal dat beschikbaar is voor vrije verhandeling op een beurs) van stal, maar volgens mij ligt de zaak simpeler. Ziggo had kennis van de gevorderde uitkoopprijs, trad zelfs op als eiser in de uitkoopprocedure, en de gevorderde uitkoopprijs geldt als een relevante waarderingsmaatstaf voor de door de uit te stoten minderheidsaandeelhouders van Ziggo gehouden aandelen. Daarmee geldt *tout court* dat deze informatie “rechtstreeks” op Ziggo betrekking heeft. Dan oordeelt de rechtbank vervolgens dat de informatie in kwestie niet openbaar was (r.o. 4.7-4.9). Ziggo voert op dit punt het meest interessante verweer. Zij voert aan dat de gevorderde uitkoopprijs in wezen openbare informatie betreft. De gevorderde uitkoopprijs is volgens Ziggo namelijk te berekenen aan de hand van gegevens over: (i) de ruildatum waartegen het ruilbod gewaardeerd moet worden, (ii) de beurskoers op de ruildatum van twee klassen Liberty Global Shares uit het ruilbod en (iii) de wisselkoers van US\$/EUR op de ruildatum. De rechtbank is echter van oordeel dat informatie pas openbaar is als de informatie in voldoende mate kenbaar is voor beleggers. De vraag is of dat het geval is indien beleggers deze moeten achterhalen aan de hand van vier verschillende variabelen, die elk op zichzelf zijn na te gaan. De rechtbank beantwoordt die vraag vervolgens ontkennend, omdat de variabelen voor beleggers niet zonder meer waren na te gaan. Beslissend is te weten welke ruil- of peildatum daarvoor gebruikt zou worden. Daarover was vanwege het ontbreken van bestendige rechtspraak – op de *Draka*-uitspraak uit 2011 na («JOR» 2012/43, m.nt. Olden) – nog allerm minst duidelijkheid. Zie over het hete hangijzer van de peildatum inmiddels ook de *Unit4*-uitspraak («JOR» 2015/234, m.nt. Salemink). *Pièce de résistance* is het oordeel van de rechtbank dat deze informatie over de gevorderde uitkoopprijs ook koersgevoelig was (r.o. 4.10-4.12). Uiterst *to the point* verwijst de rechtbank naar de maatman van de redelijk handelende belegger die waarschijnlijk van deze informatie over een gevorderde uitkoopprijs, die nota bene ruim 10% hoger ligt dan de actuele beurskoers, gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren. Dat lijkt mij een zogeheten *no-brainer*. Daarmee is de motivering alreeds toereikend en is het in dit geval niet meer nodig nog allerlei bespiegelingen te wijden aan het daadwerkelijke koersverloop van het aandeel.

8. De overnamepraktijk lijkt meteen lering uit deze zaak getrokken te hebben. Zo maakten Sweco AB en Grontmij NV in een gezamenlijk persbericht van 13 oktober 2015 bekend dat voor de vaststelling van de gevorderde uitkoopprijs het ruilbod van Sweco gewaardeerd zou worden tegen de ruildatum van 16 oktober 2015, met daarbij de vermelding: “This will be determined per Grontmij Share as an amount equal tot he share price of Sweco after close of trading on 16 October 2015 times the Exchange Ratio (0.22195) plus the Cash Consideration of EUR 1.84.” Zie voor dit persbericht de openbare registers van AFM.

9. In de *derde* plaats en ten slotte illustreert deze zaak de blijvende worsteling in collectieve acties met vragen over schade en causaal verband. Uitgangspunt is (nog steeds) dat volgens art. 3:305a lid 3 BW een rechtsvordering die strekt tot bescherming van gelijksoortige belangen van andere personen niet kan leiden tot schadevergoeding te voldoen in geld. De achtergrond daarvan is, zoals de rechtbank terecht overweegt in r.o. 4.21, dat “de vraag of en, zo ja, in hoeverre een persoon jegens wie onrechtmatig is gehandeld daardoor schade heeft geleden, slechts individueel kan worden beantwoord en zich daarmee in algemene zin niet voor een collectieve vordering leent”. Zie daarvoor bijvoorbeeld ook r.o. 8.1.3 van het bekende *Vie d’Or*-arrest (HR 13 oktober 2006, [«JOR» 2006/295](#), m.nt. Busch).

10. Ondanks dit wettelijk beletsel heeft de VEB getracht de gebruikelijke verklaringen voor recht over het onrechtmatig handelen van de beursvennootschap, inhoudende dat Ziggo in strijd met de publicatieplicht van KGI en daarmee onrechtmatig heeft gehandeld jegens de in onwetendheid verkerende verkopende aandeelhouders van Ziggo, aan te vullen met twee verklaringen voor recht. Die verklaringen voor recht beogen individuele vervolgpcedures en/of schikkingsonderhandelingen met Ziggo te faciliteren. Zo heeft de VEB in de *eerste* plaats een verklaring voor recht gevorderd, die welbeschouwd niet meer inhoudt dan dat er in abstracto een verband bestaat tussen het onrechtmatig handelen van Ziggo en de transactiemodaliteiten, ook wel genoemd de transactiecausaliteit (r.o. 3.1, sub 3). Die transactiecausaliteit is aanwezig indien de verkopen van aandelen door aandeelhouders Ziggo zonder het onrechtmatig handelen van Ziggo (te weten het verzwijgen van de uitkoopprijs) tegen een gunstiger marktprijs tot stand zouden zijn gekomen, dan wel in het geheel niet tegen de dan geldende marktprijs tot stand zouden zijn gekomen. In de *tweede* plaats heeft de VEB een verklaring voor recht gevorderd dat het *conditio sine qua non*-verband aanwezig is tussen het onrechtmatig handelen van Ziggo en de daardoor tot stand gekomen verkoop(voorwaarden) enerzijds en de koersschade zoals die geleden is door aandeelhouders Ziggo anderzijds (r.o. 3.1, sub 4). Met de formuleringen van deze verklaringen voor recht stelt de VEB tegemoet te zijn gekomen aan de wettelijke, in de rechtspraak verder uitgewerkte restricties voor op basis van een collectieve actie in te stellen rechtsvorderingen (waarbij door de VEB verwezen wordt naar de arresten inzake *World Online* ([«JOR» 2010/43](#), m.nt. Frielink) en *Super de Boer* ([«JOR» 2015/71](#), m.nt. Hoff)).

11. De rechtbank wijst beide vorderingen zonder veel omhaal van woorden af (r.o. 4.22). De rechtbank is van oordeel dat beide gevorderde verklaringen voor recht er nog steeds toe strekken dat ten aanzien van individuele aandeelhouders wordt vastgesteld dat hun schade direct en onverkort het gevolg is van onrechtmatig handelen van Ziggo. Volgens de rechtbank kan het causaal verband tussen de gedraging en de schade alleen worden vastgesteld wanneer per individueel geval alle omstandigheden van het geval worden betrokken. Hoewel de rechtbank onderkent dat het “zeer wel denkbaar” is dat Ziggo-aandeelhouders bij naleving van de publicatieplicht van KGI hun aandelen niet of tegen een andere koers hadden verkocht, kunnen aan deze verkopen in de bewuste periode volgens de rechtbank ook andere overwegingen – losstaand van de koersvorming – ten grondslag hebben gelegen. De rechtbank is van oordeel dat die afweging in deze procedure niet kan worden gemaakt.

12. Om een lang verhaal kort te maken: op deze kwestie ben ik in mijn noot onder het *Super de Boer*-arrest ([«JOR» 2015/71](#)) al uitgebreid ingegaan en daarnaar wil ik ter voorkoming van geoorloofd “zelfplagiat” gemakshalve verwijzen. Dit betekent dat ik het oordeel van de rechtbank voor wat betreft de afwijzing van de tweede verklaring voor recht kan volgen (zie daarvoor ook onder 5 en 6 van mijn noot). Met de afwijzing van de

eerste verklaring voor recht over het bestaan van transactiecausaliteit heb ik moeite. De VEB had haar vordering duidelijk beperkt tot de eerste schakel van het csqn-verband: het verband tussen de misleiding en de transactie(voorwaarden). Ten aanzien van de bewijslevering van deze schakel moet de eis gesteld worden dat dit verband op basis van de door de rechter als vaststaand aangenomen feiten met een redelijke mate van waarschijnlijkheid komt vast te staan. Volledige zekerheid is daarvoor niet vereist. Dat is ook reëel, omdat het gaat om waarheidsvinding naar veronderstelde feiten en gebeurtenissen. Het gaat erom een beeld te krijgen wat de verkopende aandeelhouders Ziggo – en daarbij mag de maatman voor ogen genomen worden – zouden hebben gedaan als Ziggo bekend had gemaakt dat de in de uitkoopprocedure gevorderde uitkoopprijs ruim 10% boven de actuele beurskoers ligt. Deze vraag stellen, is hem meteen beantwoorden. Juist deze eerste schakel van het csqn-verband lijkt zich voor een beoordeling te lenen in een collectieve actie zonder te hoeven treden in de individuele omstandigheden van de leden van de groep aandeelhouders in wier belang de vordering strekt. Daarom lijkt het mij ook mogelijk op grond van art. 3:305a BW een verklaring voor recht ten aanzien van de eerste schakel van het csqn-verband in dit geval toe te wijzen. Zie voor een uitgebreide motivering verder mijn bijdrage aan Aansprakelijkheid in de financiële sector, Serie Onderneming & recht, deel 78, p. 760 e.v. De rechtbank denkt daar – als gezegd – vooralsnog anders over.

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