

Ontwikkelingen in het buitenland

27

Kroniek van vennootschapsrechtelijke jurisprudentie uit Delaware – Deel II

*'The Delaware Supreme Court, of course, has the last word in corporate jurisprudence. As Justice Jackson said of the United States Supreme Court in a famous concurring opinion: 'We are not final because we are infallible, but we are infallible only because we are final.' The Delaware Supreme Court is certainly 'infallible' in the sense that it is the final word in corporate law. It is the last word in each particular case presented to it, and it sets forth the authoritative precedent governing future cases. Perhaps, however, it is not always doctrinally infallible – no court ever is.'*¹

Luik 2 – Deal protection measures

1. De overname van ABN AMRO heeft niet alleen voor rumoer gezorgd wat betreft de beloning van bestuurders, maar ook wat betreft de wijze waarop het bestuur van een doelwitvennootschap met – potentieel – strijdende bieders dient om te gaan. De verkoop van LaSalle door ABN AMRO² werd – gelet op het moment waarop en de snelheid waarmee dit geschiedde – door sommigen betiteld als een 'truc', vooral bedoeld om een concurrerend bod van rivaliserende bieders te frustreren en de voorgenomen fusie met Barclays veilig te stellen.³ Na eenmaal geadieerd te zijn ziet de Ondernemingskamer dit, als bekend, anders. Naar haar oordeel is niet komen vast te staan dat met betrekking tot de verkoop van LaSalle sprake was van een gecoördineerde manoeuvre gericht op het frustreren van de overname-intenties van rivaliserende bieders, maar dat sprake was van een 'mooie opportunity', een buitenkans, die door ABN AMRO zelf vervolgens in een rechtstreeks verband is gebracht met het overnamebod van Barclays.⁴

2. De vervolgens geadieerde Hoge Raad neemt, met enige slagen om de arm maar in essentie in lijn met de Ondernemingskamer, tot uitgangspunt dat geen sprake was van een ongeoorloofde beschermingsmaatregel.⁵ Ik

breng in herinnering dat de Hoge Raad daarna – onder veel meer – overweegt, dat het bestuur onder omstandigheden gehouden is de gerechtvaardigde belangen van potentiële ('serieuze') bieders te respecteren en zich dient te onthouden van maatregelen die mogelijke biedingen kunnen frustreren en die de belangen van de desbetreffende bieders onevenredig kunnen schaden, bijvoorbeeld doordat zij een *level playing field* illusoir maken. Van dergelijke omstandigheden is echter in dit geding niet gebleken, aldus de Hoge Raad, daarbij verwijzend naar zijn overweging die ik zojuist aanstipte.⁶

3. De Hoge Raad spreekt hier in algemene zin over 'de gerechtvaardigde belangen van potentiële ('serieuze') bieders' en 'maatregelen die mogelijke biedingen kunnen frustreren.' Hier valt een aardig dwarsverband te leggen met enkele recente uitspraken van de *Court of Chancery* van Delaware die onder meer zien op toetsing van *deal protection measures*. Dit zijn – heel kort gezegd – bepalingen in een fusieovereenkomst die beogen de voorgenomen transactie te 'beschermen tegen'/'bevoordelen ten opzichte van' eventuele alternatieven die opdoemen nadat het bestuur van de doelwitvennootschap zich voor de transactie heeft uitgesproken.⁷ Daarbij valt onder meer te denken aan:

1. E.N. Veasey, 'What happened in Delaware corporate law and corporate governance from 1992-2004? A retrospective on some key developments', *University of Pennsylvania Law Review* 2005, p. 1408-1409. Veasey was weliswaar tot begin 2004 *Chief Justice* van de *Supreme Court* van Delaware, maar in dit artikel kraakt hij af en toe harde noten: 'This Article offers some perspective on what has occurred in Delaware corporate jurisprudence over the past twelve years, for better or for worse. To turn on its head Mark Antony's famous speech in Shakespeare's *Julius Caesar*, I come to praise the court, not to bury it. In praising it, however, I will not shy away from mentioning some of its doctrinal critics and some valid criticism.'
2. Ik veronderstel de feitelijke achtergrond van deze kwestie hier bekend.
3. Zie onder andere het interview met P.P.F. de Vries in het *NRC Handelsblad* van 20 oktober 2007 ('Iedereen wist dat het een truc van Groenink was om de overname door Barclays door te drukken').
4. OK 3 mei 2007, *RO* 2007, 53 en *JOR* 2007/143 (*ABN AMRO*), r.o. 3.15.
5. HR 13 juli 2007, *RO* 2007, 69 en *JOR* 2007/178 (*ABN AMRO*), r.o. 4.2.
6. HR 13 juli 2007 (*ABN AMRO*), r.o. 4.6 onder verwijzing naar r.o. 4.2.
7. Dáár ging HR 13 juli 2007 (*ABN AMRO*) weliswaar niet direct over, maar deze maatregelen lijken wel onder de algemeen ogende overwegingen van de Hoge Raad te – kunnen – vallen.

- termination fees;
- matching rights;
- en no-shop/no-talk restricties.

Dit zijn, wederom heel kort gezegd:

- de som geld die de doelwitvennootschap aan de oorspronkelijk beoogde fusiepartner verschuldigd zal zijn wanneer de transactie afkijft en aan in de fusieovereenkomst opgenomen voorwaarden voor verschuldigdheid van de som is voldaan;
- het nader in de fusieovereenkomst gedefinieerde recht van de wederpartij van de doelwitvennootschap om, in het geval door een derde een concurrerend bod wordt gedaan, in de gelegenheid te worden gesteld een nieuw en verbeterd bod te doen;
- en het in de fusieovereenkomst neergelegde verbod voor de doelwitvennootschap om actief te zoeken naar alternatieve bieders/transacties.⁸

Dergelijke maatregelen dienen te worden gezien door de lens van de objectieve redelijkheid (of: *enhanced scrutiny*⁹), aldus de *Supreme Court* van Delaware.¹⁰

Dit is niet alleen zo wanneer het een voorgenomen *sale of control* in de vennootschap betreft, waarbij op het bestuur de plicht rust objectief redelijke stappen te zetten om te komen tot die transactie waardoor op korte termijn de realistisch bezien hoogst haalbare opbrengst voor de aandeelhouders wordt gegenereerd.¹¹ Betreft het geen zogeheten *Revlon/QVC*-geval, dan dient de rechter doorgaans de maatstaf te hanteren die ook wordt aangelegd bij toetsing van een getroffen beschermingsmaatregel ter afweering van een vijandige overname.^{12,13} In *Globis Partners, LP v. Plumtree Software, Inc.*¹⁴ legt de *Court of Chancery* van Delaware geen *Revlon/QVC*-analyse aan, al lijkt het feitencomplex wel onder de reikwijdte van deze doctrine te vallen (welke doctrine *Vice Chancellor Parsons* ook wel signaleert) en *enhanced scrutiny* te rechtvaardigen. Een derde vorm van *enhanced scrutiny* doet zich voor wanneer het bestuur heeft gehandeld met de primaire bedoeling om te voorkomen dat aandeelhouders tot een stemming komen, in welk geval het bestuur dient aan te tonen dat sprake is van een dwingende rechtvaardiging (i.e. *compelling justification*) om dat te doen. Recent is in *Mercier v. Inter-Tel (Delaware), Inc.*¹⁵ door *Vice Chancellor Strine* op lezenswaardige wijze bepleit om deze - in *Blasius Industries, Inc.*

v. *Atlas Corp.*¹⁶ door *Chancellor Allen* geïntroduceerde en voor het bestuur bepaald strenge - variant van *enhanced scrutiny* zoveel mogelijk te beperken tot gevallen waarin de stemming ziet op de verkiezing van bestuurders. *Enhanced scrutiny* is - als eerder aangestipt - bepaald strenger voor het bestuur dan rechterlijke toetsing binnen de *business judgment rule*, al krijgt het bestuur binnen laatstgenoemde rechtsfiguur geen *carte blanche*. Zoals *Chancellor Chandler* overweegt in *In re InfoUSA, Inc. Shareholders Litigation*¹⁷: 'The rule does not require the Court to bless the conclusion of a director that is self-evidently nonsense on stilts, nor does it protect a board that looks into the sun and names it the moon.' Dit raakt aan de - ontbrekende - subjectieve *bona fides* van het bestuur.

Gelet op het belang dat de Hoge Raad er in zijn *ABN AMRO*-beschikking¹⁸ aan hecht dat het bestuur bij de vervulling van zijn bij wet of statuten opgedragen taken het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming voorop stelt en de belangen van alle betrokkenen - waaronder die van de aandeelhouders - bij zijn besluitvorming in aanmerking neemt, alsmede de strekking van zijn *Rodamco North America*-beschikking¹⁹ waarin dit aspect ook terugkomt en de Hoge Raad de rechterlijke toetsing van een getroffen beschermingsmaatregel uitdrukkelijk in de objectieve redelijkheidssleutel plaatst, zal het in Nederland niet zoveel anders zijn. Maar de contouren van het 'objectief (on)redelijke' zijn in Nederland, ook in deze context, nog niet erg scherp. Het wachten is op de volgende enquêteprocedures waarin dit verder wordt bijgevoeld door de Ondernemingskamer (en wellicht de Hoge Raad).²⁰

4. Wat ik wil benadrukken, is dat er in Delaware steeds meer op gehamerd wordt dat de (on)toelaatbaarheid van - een bepaalde combinatie van - concrete *deal protection measures* afhankelijk is van de omstandigheden van het geval. Zwart-wit regeltjes - zoals: een *termination fee* van 3% is per definitie (niet on)redelijk - bestaan op dit gebied niet, de feitelijke context is telkens bepalend voor het antwoord op de vraag of de voorliggende maatregel rechtens door de beugel kan.

'Doorgaans draait het in deze gevallen uiteindelijk om de vraag of een onmiddellijke voorziening getroffen dient te worden. Daarvoor gelden - zoals blijkt uit bestendige rechtspraak - specifieke eisen, al worden die eisen niet altijd op de

zelfde wijze verwoord. Zo definieert *Chancellor Chandler* recentelijk in *In re Checkfree Corporation Shareholders Litigation*²¹ vier eisen: 'A preliminary injunction is an extraordinary remedy. Preliminary injunctions are called 'extraordinary' because they require something more than the ordinary proof of one's claim. To earn the extraordinary remedy of a preliminary injunction, plaintiffs must persuade the court on four separate factors: (1) likelihood of irreparable harm to the plaintiffs in the absence of an injunction; (2) the likelihood of plaintiffs' success on the merits of the underlying claim; (3) a balance of the harms plaintiffs would suffer in the absence of an injunction against the harms defendant

- Zie uitgebreid onder anderen S. Kenyon-Slade, *Mergers and takeovers in the US and UK - Law and practice*, Oxford: Oxford University Press 2004, p. 44 e.v., p. 419 e.v. Ik wijs ook op de noot van M.J. van Ginneken bij OK 3 mei 2007 (*ABN AMRO*) in *Ondernemingsrecht* 2007, 103, p. 329.
- Zie nummer 7 in het eerste deel van de kroniek, *Ondernemingsrecht* 2008, 16, p. 53.
- Met name in *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*, 818 A.2d 914 (Del. 2003). Deze en *banc* uitspraak (wat betekent dat de *Supreme Court* van Delaware in dat geval bestaat uit alle vijf *Justices*, in plaats van drie) is bepaald niet onverdeeld positief ontvangen. Illustratief zijn de zéér stellige *dissenting opinions* van twee van de vijf *Justices* (toenmalig *Chief Justice Veasey* en toenmalig *Justice* - tegenwoordig *Chief Justice* - Steele). Zie onder anderen B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag* (diss.), Deventer: Kluwer 2007, p. 363; Veasey (2005), p. 1461: 'I think most objective observers believe that the majority decision was simply wrong'; en Kenyon-Slade (2004), p. 422.
- Vgl. met name *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986) en *Paramount Communications v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994).
- Vgl. met name *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985) en *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).
- Zie onder anderen A-G Timmerman in 3.11-3.18 voor HR 13 juli 2007 (*ABN AMRO*) en Assink (2007), p. 342 e.v.
- Globis Partners, LP v. Plumtree Software, Inc.*, C.A. No. 1577 (Del. Ch. 2007).
- Mercier v. Inter-Tel (Delaware), Inc.*, 2007 WL 2332454 (Del. Ch. 2007).
- Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988).
- In re InfoUSA, Inc. Shareholders Litigation*, 2007 WL 2332543 (Del. Ch. 2007).
- HR 13 juli 2007 (*ABN AMRO*), r.o. 4.5.
- HR 18 april 2003, NJ 2003, 286 (*Rodamco North America*), r.o. 3.7.
- Zie ook de noot van M.J. van Ginneken bij HR 13 juli 2007 (*ABN AMRO*) in *Ondernemingsrecht* 2007, 127, p. 438.
- In re Checkfree Corporation Shareholders Litigation*, Cons. C.A. No. 3193 (Del. Ch. 2007).

would suffer by the issuance of the injunction; and (4) the public interest.²²

Daarbij speelt onder meer wat de uitwerking is van – de combinatie van – getroffen maatregelen, in welke fase het biedingsproces zich bevindt en welke initiatieven de vennootschap in dat verband reeds heeft ontplooid. Deze realiteit brengt voor het bestuur – en zijn (juridische) adviseurs – mee dat de aan te voeren rechtvaardiging voor de maatregelen het beste wat breder getrokken kan worden dan bijvoorbeeld het argument dat deze in de praktijk '(niet on)gebruikelijk' zijn. Daar staat tegenover dat de eisende partij de maatregelen niet eenvoudig in rechte zal kunnen torpederen met het enkele argument dat deze in de praktijk 'ongebruikelijk' zijn. Ik wijs met name op – wederom van oud naar nieuw – de overwegingen van Chancellor Chandler in *Louisiana Municipal Police Employees' Retirement System v. Crawford*²³ en van Vice Chancellor Strine in *In re Netsmart Technologies, Inc.*,²⁴ *In re Topps Company Shareholders Litigation*²⁵ en *In re Lear Corporation Shareholders Litigation*.²⁶

Met name de opinies van Vice Chancellor Strine bevatten vaak analytische hoogstandjes en tekstuele pareltjes,²⁷ maar het volgende instructieve discours van Chancellor Chandler – waarin hij wel deels verwijst naar *In re Toys 'R' Us, Inc., Shareholder Litigation*²⁸ van de hand van Vice Chancellor Strine – wil ik de lezer niet onthouden. *Leitmotiv* is daarbij dat de analoge benadering – ook – in deze context leidend is: 'The parties make passionate arguments with respect to the appropriateness of the deal protections. Defendants maintain that these are no more than a customary set of devices employed regularly by market participants and their lawyers. Particularly with respect to the termination fee, this argument by custom fails to convince. It is true, as defendants note, that this Court has upheld termination fees of greater than three percent of total deal value. (...) Defendants attempt to build a bright line rule upon treacherous foundations, relying upon carefully-selected comments to contradict a clear principle of Delaware law. Our courts do not 'presume that all business circumstances are identical or that there is any naturally occurring rate of deal protection, the deficit or excess of which will be less than economically optimal.' (...) Rather, a court focuses upon 'the

real world risks and prospects confronting [directors] when they agreed to the deal protections.' (...) That analysis will, by necessity, require the Court to consider a number of factors, including without limitation: the overall size of the termination fee, as well as its percentage value; the benefit to shareholders, including a premium (if any) that directors seek to protect; the absolute size of the transaction, as well as the relative size of the partners to the merger; the degree to which a counterparty found such protections to be crucial to the deal, bearing in mind differences in bargaining power; and the preclusive or coercive power of all deal protections included in a transaction, taken as a whole. The inquiry, by its very nature fact intensive, cannot be reduced to a mathematical equation. Though a '3% rule' for termination fees might be convenient for transaction planners, it is simply too blunt an instrument, too subject to abuse, for this Court to bless as a blanket rule. Nor may plaintiffs rely upon some naturally-occurring rate or combination of deal protection measures, the existence of which will invoke the judicial blue pencil. Rather, plaintiffs must specifically demonstrate how a given set of deal protections operate in an unreasonable, preclusive, or coercive manner, under the standards of this Court's *Unocal* jurisprudence, to inequitably harm shareholders.²⁹ Het 'op-poetsen' van selectieve zinsnedes – of: *cherry picking* – uit rechtspraak alleen hielp eisers hier dus niet.

Deze benadering maakt de rechterlijke toetsing flexibel, maar minder voorspelbaar.³⁰ De 'multi-factor redenering' is in wezen de benadering die de Hoge Raad ook vaak kiest.³¹ Bijvoorbeeld in zijn *ABN AMRO*-beschikking, kort daarvoor in zijn *Bruil-Kombex-Arnhem/Bruil-Arnhem Beheer*-arrest³² (over het begrip 'tegenstrijdig belang' ex art. 2:146/256 BW) en kort daarna in zijn *Versatel*-beschikking³³ (over uitdrijving van minderheidsaandeelhouders en de rol die art. 2:8 BW daarbij speelt). 5. De in Delaware aangebrachte nuances zijn natuurlijk niet maatgevend voor de Nederlandse rechtspraak. Maar ik sluit niet uit dat de Ondernemingskamer in een enquêteprocedure, bij de toetsing van het aangevallen beleid, met een schuin oog kijkt naar – en zich laat inspireren door – wat in bijvoorbeeld de Amerikaanse fusie- en overnamepraktijk gangbaar wordt geacht, met name als het gaat om kwesties die daar al veel langer

22. Zie onder andere Assink (2007), p. 231.
23. *Louisiana Municipal Police Employees' Retirement System v. Crawford*, 2007 WL 582510 (Del. Ch. 2007).
24. *In re Netsmart Technologies, Inc.*, 2007 WL 926213 (Del. Ch. 2007).
25. *In re Topps Company Shareholders Litigation*, 2007 WL 1732586 (Del. Ch. 2007).
26. *In re Lear Corporation Shareholders Litigation*, 2007 WL 1732588 (Del. Ch. 2007).
27. Zie onder andere *In re ML/EQ Real Estate Partnership Litigation*, 1999 WL 1271885 (Del. Ch. 1999) (deels geciteerd in Assink (2007) p. 4).
28. *In re Toys 'R' Us, Inc., Shareholder Litigation*, 877 A.2d 975 (Del. Ch. 2005) (deels geciteerd in Assink (2007), p. 359-360). Zie ook L.E. Strine, Jr., 'Categorical confusion: deal protection measures in stock-for-stock merger agreements', *The Business Lawyer* 2001, p. 919 e.v.
29. Vgl. onder andere *In re Toys 'R' Us, Inc., Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2005): '(...) that inquiry examines whether the board granting the deal protections had a reasonable basis to accede to the other side's demands for them in negotiations. In that inquiry, the court must attempt, as far as possible, to view the question from the perspective of the directors themselves, taking into account the real world risks and prospects confronting them when they agreed to the deal protections. As *QVC* clearly states, what matters is whether the board acted reasonably based on the circumstances then facing it.' Zie onder anderen Veasey (2005), p. 1461: 'A deal protection measure that makes good business sense should pass muster if it allows the board to follow a best practices process. I caution, however, that a disingenuous attempt to use some transparently artificial measure that is too-clever-by-half in order to try to get around *Omnicare* in a superficial way while maintaining an ironclad lockup with no realistic wiggle room is inviting trouble.'
30. Vgl. onder andere *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988): '(...) a bright-line rule is easier to follow than a standard that requires the exercise of judgment in the light of all the circumstances (...).'
31. Verhelderend is L. Timmerman, 'Van digitaal naar analoog vennootschapsrecht en de gevolgen daarvan voor de concurrentie tussen vennootschapssystemen', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 38 e.v.
32. HR 29 juni 2007, RO 2007, 67 en JOR 2007/169 (*Bruil-Kombex-Arnhem/Bruil-Arnhem Beheer*), r.o. 3.4 e.v. In HR 14 september 2007, RO 2007, 86 en JOR 2007/239 (*Versatel*), r.o. 4.3, een enquêteprocedure, legt de Hoge Raad in wezen hetzelfde criterium aan als geïntroduceerd in HR 29 juni 2007 (*Bruil-Kombex-Arnhem/Bruil-Arnhem Beheer*), r.o. 3.4 ter bepaling van de aan- of afwezigheid van een rechtens relevant tegenstrijdig belang. Ik juich deze ontwikkeling toe. Zie onder meer Assink (2007), p. 542 e.v.
33. HR 14 september 2007, JOR 2007/237 (*Versatel*), r.o. 4.2-4.3. Zie ook de noot sub 9 van uw *chroniqueur* bij deze uitspraak.

spelen.³⁴ De toetsing van *deal protection measures* is daarvan een voorbeeld, evenals de toetsing van opgetuigde beschermingsmaatregelen in bredere zin. De belangrijke enquêterechtelijke *ABN AMRO*- en *Rodamco North America*-beschikkingen van de Hoge Raad bieden zeker richting voor de koers die de Ondernemingskamer dient te volgen in relevante toekomstige gevallen, maar laten onverlet dat uitgebreide jurisprudentie op dit vlak er simpelweg nog niet is. Bestudering van voornoemde rechtspraak van de *Court of Chancery* en de *Supreme Court* van Delaware, waarin die verdieping in veel grotere mate aanwezig is, beveel ik de Nederlandse *corporate litigator* die – in het kader van het enquêterecht – met deze materie te maken heeft of verwacht te krijgen dan ook aan.

Luik 3 – Het *shareholder primacy* model en (*deepening*) *insolvency*

6. Ik stap ten slotte naar het derde luik, waar ik weer wil beginnen met een verwijzing naar de *ABN AMRO*-beschikking van de Hoge Raad, in zekere zin de rode draad van deze kroniek. Daarin benadrukt de Hoge Raad, het kwam al even ter sprake, dat het bestuur bij de vervulling van zijn bij wet of statuten opgedragen taken het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming voorop dient te stellen en de belangen van alle betrokkenen – waaronder, maar niet alleen, die van de aandeelhouders – bij zijn besluitvorming in aanmerking dient te nemen.³⁵ Het Nederlandse vennootschapsrecht kent, met andere woorden, het uitgangspunt dat er geen dwingende 'natuurlijke hiërarchie' tussen de diverse deelbelangen bestaat. Het aandeelhoudersbelang – voorzover hier gesproken kan worden van 'hêt' – is een belangrijk deelbelang, maar niet het enige relevante.³⁶

7. Het vennootschapsrecht van Delaware kent op dit vlak een andere architectuur. Daar dient het bestuur, in beginsel, juist het belang van de aandeelhouders van de vennootschap tot leidraad te nemen voor het ondernemingsbeleid.

Kort en krachtig verwoordt de *Supreme Court* van Delaware dit uitgangspunt in *Malone v. Brincat*³⁷: 'The board of directors has the legal responsibility to manage the business of a corporation for the benefit of its shareholder owners.' In *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*³⁸ wordt verwezen naar 'the basic principle that corporate directors have a fiduciary duty to act in the best interests of the corporation's stockholders.'

Dit wordt wel het *shareholder primacy* model genoemd.³⁹

8. Maar ik onderstreep de woorden 'in beginsel'. Geheel eenkennig is het vennootschapsrecht van Delaware nu ook weer niet. Dit wordt wel eens over het hoofd gezien. Dat het bestuur bij het treffen van een beschermingsmaatregel ter afwering van een vijandige overname andere deelbelangen dan het aandeelhoudersbelang in acht mag nemen, zij het met een zekere clausulering, was al bekend.⁴⁰ In een recente uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware, meer specifiek *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla*,⁴¹ is nu ook grondslag te vinden voor het standpunt dat zodra de vennootschap *insolvent* is geworden, op de bestuurders de plicht rust de waarde van de insolvente vennootschap te maximaliseren ten behoeve van *alle* deelbelanghebbenden.

Waar de *Supreme Court* van Delaware het volgende overweegt ten aanzien van bestuurders van de (nog niet in)solvente vennootschap: 'When a solvent corporation is navigating in the zone of insolvency, the focus for Delaware directors does not change: directors must continue to discharge their fiduciary duties to the corporation and its shareholders by exercising their business judgment in the best interests of the corporation for the benefit of its shareholder owners', verwijst het college ten aanzien van bestuurders van de insolvente vennootschap naar 'those directors' duty to maximize the value of the insolvent corporation for the benefit of all those having an interest in it.' Het door *Chancellor Allen* in *Credit Lyonnais Bank Nederland N.V. v. Pathe Communications Corp.*⁴² geïntroduceerde – verwarrende – concept *zone of insolvency*, of *vicinity of insolvency*, speelt als 'omslagpunt' dus geen rol. Er moet daadwerkelijk sprake zijn van *insolvency*. Opmerkelijk genoeg definieert de *Supreme Court* van Delaware dit laatste begrip niet zelf, maar wordt volstaan met een algemene verwijzing naar hetgeen de *Court of Chancery* van Delaware daarover in *casu* opmerkt: 'The Court of Chancery opined that insolvency may be demonstrated by either showing (1) 'a deficiency of assets below liabilities with no reasonable prospect that the business can be successfully continued in the face thereof,' or (2) 'an inability to meet maturing obligations as they fall due in the ordinary course of business'.⁴³

Het primaat van het aandeelhoudersbelang geldt in Delaware niet onverkort, daaraan wordt wel eens wat gesleuteld. Dit wisselende perspectief op wat een behoorlijke taakvervulling vereist dwingt bestuurders van een richting insolventie afglijdende vennootschap tot een zekere mate van denkknigheid, omdat dan mogelijk opeens – immers: direct na het omslagpunt van solvent naar insolvent – meer deelbelangen in ogenschouw genomen dienen te worden bij het voeren van het ondernemingsbeleid. In ieder geval wat betreft de insolvente vennootschap wijkt de kennelijk door de *Supreme Court* van Delaware ingezette koers niet zo veel af van de binnen het Nederlandse vennootschapsrecht algemeen geldende, en in de *ABN AMRO*-beschikking van de Hoge Raad nog eens onderschreven, *stakeholders*-benadering.

9. Ik sluit dit derde en laatste luik af met de signalering dat het enkele feit dat bestuurders van een daadwerkelijk insolvente vennootschap een zakelijke beleidsafweging hebben gemaakt die slecht is uitpakkt, waardoor de insolvente vennootschap nog verder in het rood is gedrukt (i.e. *deepening insolvency*), niet automatisch tot persoonlijke

34. Ook ik heb sterk de indruk dat de Ondernemingskamer dit bijvoorbeeld in OK 3 mei 2007 (*ABN AMRO*) heeft gedaan. Zie onder anderen A-G Timmerman in 3.2 e.v. voor HR 13 juli 2007 (*ABN AMRO*). Vgl. onder andere OK 22 maart 2002, *JOR* 2002/82 (*Rodamco North America*), r.o. 3.27.
35. HR 13 juli 2007 (*ABN AMRO*), r.o. 4.5. Vgl. onder andere HR 30 maart 2007, *RO* 2007, 50 en ARO 2007, 68 (*ATR Leasing IV*), r.o. 4.4; HR 18 april 2003 (*Rodamco North America*), r.o. 3.7; en reeds HR 1 april 1949, *NJ* 1949, 465 (*Doetinchemse IJzergieterij/Uitgeversmaatschappij C. Misset*).
36. Zie onder anderen A-G Timmerman in 3.2 e.v. voor HR 13 juli 2007 (*ABN AMRO*).
37. *Malone v. Brincat*, 722 A.2d 5 (Del. 1998).
38. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (Del. 1985).
39. Zie onder anderen Assink (2007), p. 78 e.v.
40. Zie onder anderen Assink (2007), p. 93-94. Dan gaat het dus om *Unocal/Unitrin*-gevallen. In geval van een voorgenomen *sale of control* in de vennootschap, *Revlon/QVC*-gevallen, geldt dit niet. Dan is en blijft het aandeelhoudersbelang onverkort maatgevend. Zie onder anderen Assink (2007), p. 353-354.
41. *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla*, 2007 WL 1453705 (Del. 2007).
42. *Credit Lyonnais Bank Nederland N.V. v. Pathe Communications Corp.*, 1991 WL 277613 (Del. Ch. 1991).
43. Zie in Nederland met name L.J. van Eeghen, *Het schemergebied vóór faillissement* (diss.), 's-Gravenhage: Boom Juridische uitgevers 2006, besproken in *Ondernemingsrecht* 2007, 184, p. 618-620.

aansprakelijkheid leidt. Enkele *deepening insolvency* is op zichzelf geen grond voor – kort gezegd – onbehoorlijke taakvervulling. Of reden bestaat om persoonlijke aansprakelijkheid aan te nemen dient ook bij de daadwerkelijk insolvente vennootschap, in beginsel, te worden beoordeeld aan de hand van de *business judgment rule*. Vice Chancellor Strine heeft, onder veel meer, deze benadering op indrukwekkende wijze geanalyseerd en geaccordeerd in *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, LLP*.⁴⁴

Deze complexe uitspraak bevat diverse overwegingen die het integraal citeren meer dan waard zijn. Ik beperk me hier tot de volgende kernpassage. The concept of deepening insolvency has been discussed at length in federal jurisprudence, perhaps because the term has the kind of stentorian academic ring that tends to dull the mind to the concept's ultimate emptiness. Delaware law imposes no absolute obligation on the board of a company that is unable to pay its bills to cease operations and to liquidate. Even when the company is insolvent, the board may pursue, in good faith, strategies to maximize the value of the firm. As a thoughtful federal decision recognizes, Chapter 11 of the Bankruptcy Code expresses a societal recognition that an insolvent corporation's creditors (and society as a whole) may benefit if the corporation continues to conduct operations in the hope of turning things around. If the board of an insolvent corporation, acting with due diligence and good faith, pursues a business strategy that it believes will increase the corporation's value, but that also involves the incurrence of additional debt, it does not become a guarantor of that strategy's success. That the strategy results in continued insolvency and an even more insolvent entity does not in itself give rise to a cause of action. Rather, in such a scenario the directors are protected by the business judgment rule. To conclude otherwise would fundamentally transform Delaware law. The rejection of an independent cause of action for deepening insolvency does not absolve directors of insolvent corporations of responsibility. Rather, it remits plaintiffs to the contents of their traditional toolkit, which contains, among other things, causes of action for breach of fiduciary duty and for fraud. The contours of these causes of action have been carefully shaped by generations of

experience, in order to balance the societal interests in protecting investors and creditors against exploitation by directors and in providing directors with sufficient insulation so that they can seek to create wealth through the good faith pursuit of business strategies that involve a risk of failure. If a plaintiff cannot state a claim that the directors of an insolvent corporation acted disloyally or without due care in implementing a business strategy, it may not cure that deficiency simply by alleging that the corporation became more insolvent as a result of the failed strategy. Moreover, the fact of insolvency does not render the concept of 'deepening insolvency' a more logical one than the concept of 'shallowing profitability'. That is, the mere fact that a business in the red gets redder when a business decision goes wrong and a business in the black gets paler does not explain why the law should recognize an independent cause of action based on the decline in enterprise value in the crimson setting and not in the darker one. If in either setting the directors remain responsible to exercise their business judgment considering the company's business context, then the appropriate tool to examine the conduct of the directors is the traditional fiduciary duty ruler. No doubt the fact of insolvency might weigh heavily in a court's analysis of, for example, whether the board acted with fidelity and care in deciding to undertake more debt to continue the company's operations, but that is the proper role of insolvency, to act as an important contextual fact in the fiduciary duty metric. In that context, our law already requires the directors of an insolvent corporation to consider, as fiduciaries, the interests of the corporation's creditors who, by definition, are owed more than the corporation has the wallet to repay.⁴⁵

Het daartegen ingestelde cassatieberoep heeft de *Supreme Court* van Delaware recent kortweg afgewezen in *Trenwick America Litigation Trust v. Billett*⁴⁶ in een opinie van nog geen anderhalve pagina, zoiets als de Delaware variant van art. 81 RO.

'This 14th day of August 2007, the Court, having considered this matter after oral argument and on the briefs and supplemental memoranda filed by the parties, has determined that the final judgment of

the Court of Chancery should be affirmed on the basis of and for the reasons assigned by the Court of Chancery in its opinion dated August 10, 2006. NOW, THEREFORE, IT IS HEREBY ORDERED that the judgment of the Court of Chancery be, and the same hereby is, AFFIRMED' met daarbij één voetnoot: '*Trenwick America Litig. Trust v. Ernst & Young, LLP*, 906 A.2d 168 (Del. Ch. 2006). *Accord North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla*, 2007 WL 1453705 (Del. Supr. 2007).⁴⁷

Dit geeft te denken.

Afronding

10. Een kroniek bestaat bij de gratie van noemenswaardige ontwikkelingen.⁴⁸ Wat betreft interessante vennootschapsrechtelijke jurisprudentie was de oogst de afgelopen periode bepaald rijk, niet alleen in Delaware.⁴⁹

Eerder merkte ik op dat vennootschapsrechtelijke jurisprudentie van – met name – de *Court of Chancery* van Delaware vaak wat minder sober en formeel van opzet lijkt dan Nederlandse vennootschapsrechtelijke jurisprudentie.⁵⁰ Ik per-

44. *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, LLP*, 906 A.2d 168 (Del. Ch. 2006). De rol van andere deelbelanghebbenden dan de aandeelhouders wordt hierin ook aan de orde gesteld, zij het meer zijdelings.

45. Zie voor een uitgebreider citaat Assink (2007), p. 240-241.

46. *Trenwick America Litigation Trust v. Billett*, No. 495, 2006 (Del. 2007). Nogal sceptisch over deze benadering, maar zonder echte onderbouwing, is Van Eeghen (2006), p. 470-471 (als aangestipt in *Ondernemingsrecht* 2007, 184, p. 620).

47. De opname van de mondelinge behandeling van 14 maart 2007, welke opname soms matig van kwaliteit is maar een mooi inkijkje biedt in de wijze waarop de – in casu vijf – Justices in de *Supreme Court* van Delaware ter zitting opereren, is te beluisteren op de website van de gerechten van Delaware (<<http://courts.delaware.gov/Courts/Supreme%20Court/?audio-args.htm>>).

48. Het *Van Dale Groot Woordenboek van de Nederlandse taal* rept over een 'verhaal van of boek met gedenkwaardige gebeurtenissen, chronologisch gerangschikt, maar zonder onderlinge samenhang.'

49. Zie voor aardige rechtspraak ranglijstjes over 2007 onder andere <www.theracetothebottom.org> d.d. 3 januari 2008 ('Delaware's top five worst shareholder decisions of 2007') en – als reactie daarop – <www.delawarelitigation.com> d.d. 4 januari 2008 ('In defense of Delaware corporate law opinions').

50. Assink (2007), p. 4, onder verwijzing naar *Vice Chancellor Strine in In re MJ/EQ Real Estate Partnership Litigation* (Del. Ch. 1999).

mitteer mij hier een korte uitweiding onder verwijzing naar o.a. *Melzer v. CNET Networks* (waarin ook wordt ingegaan op de *backdated options* problematiek), in *re Coca-Cola Enterprises, Inc. Shareholder Litigation* en *EDIX Media Group, Inc. v. Mahani*, waarin de opinies op kleurrijke wijze worden 'opgeleukt' met verwijzingen naar dagbladartikelen, muziek en reclame.⁵¹ In de eerste opinie wordt opgemerkt dat '[t]his case, like so many others concerning backdated stock options, found its genesis in a March 18, 2006 article in the *Wall Street Journal* that suggested many large corporations were engaging in an options-granting practice that contravened corporate charters far and wide. That article and its findings have led to the filing of numerous federal and state law actions and to well over one hundred SEC investigations', onder verwijzing naar 'Charles Forelle & James Bandler, *The Perfect Payday*, WALL ST. J., Mar. 18, 2006, at A1' en 'David I. Walker, *Unpacking Backdating: Economic Analysis and Observations on the Stock Option Scandal*, 87 B.U. L. REV. 561, 563 (2007)'. De opinie wordt afgesloten met de volgende woorden: '[i]t is about time defendant takes Judge Alsup's advice, provides the requested documents, and gets 'going, going / back, back / to Cali, Cali'', daarbij citerend uit het oeuvre van de rapper 'The Notorious B.I.G., *Going Back to Cali*, on *Life After Death* (Bad Boy Records 1997)'. In de tweede opinie wordt verwezen naar 'the Diet Pepsi Commercial featuring Ray Charles and the 'Uh Huh Girls' singing 'You've Got the Right One, Baby''. In de derde opinie wordt, reeds in de inleidende paragraaf, geciteerd uit het werk van de rapper 50 Cent: 'The world of 'whips' is a small one in which reputation matters greatly' met daarbij in een voetnoot: 'Whip, as used in the name of defendant's company SponseredWhips, is a slang term for an automobile. See, e.g., 50 Cent, *Poor Lil Rich*, on *Get Rich or Die Tryin'* (Shady Records/Aftermath Records/Interscope Records, 2003) (I let my watch talk for me, my whip talk for me, my gat [gun] talk for me, BOW!).⁵² Opmerking verdient verder dat verwijzingen naar met name juridische *weblogs* steeds meer opduiken in – voetnoten bij – juridische analyses van de *Court of Chancery* van Delaware,⁵³ zij het niet altijd in positieve zin.⁵⁴ Wat ik maar noem *legal blogging* neemt in de Verenigde Staten inmiddels

zo'n vlucht dat recent de Amerikaanse hoogleraar vennootschapsrecht S.M. Davidoff is aangetrokken door *The New York Times* om, op een zeer reguliere basis, een *weblog* – genaamd 'The deal professor' – te gaan verzorgen over ontwikkelingen op het gebied van fusies en overnames.⁵⁵

Ik spreek de hoop uit dat deze lijn zich doorzet en er in 2009 aanleiding bestaat voor een nieuwe kroniek over vennootschapsrechtelijke jurisprudentie uit, en aanverwante ontwikkelingen in, Delaware.⁵⁶

Bastiaan F. Assink

51. *Melzer v. CNET Networks*, CA. No. 3023 (Del. Ch. 2007); *In re Coca-Cola Enterprises, Inc. Shareholder Litigation*, 2007 WL 3122370 (Del. Ch. 2007); en *EDIX Media Group, Inc. v. Mahani*, CA. No. 2186 (Del. Ch. 2006). Dit zijn alle opinies van de hand van Chancellor Chandler. Zoals wordt opgemerkt op <www.delawarelitigation.com> d.d. 21 november 2007: 'It makes for fun and entertaining reading in what might otherwise be necessarily sober stuff.'
52. Een citaat uit de – niet uit Delaware afkomstige – uitspraak inzake *U.S. v. Murphy*, CA. No. 04-2293 (7th Cir. 2005), die een eervolle vermelding verdient, wil ik de lezer niet onthouden: 'The trial transcript quotes Ms. Hayden as saying Murphy called her a snitch bitch 'hoe'. A 'hoe', of course, is a tool used for weeding and gardening. We think the court reporter, unfamiliar with rap music (perhaps thankfully so), misunderstood Hayden's response. We have taken the liberty of changing 'hoe' to 'ho', a staple of rap music vernacular as, for example, when Ludacris raps 'You doin' ho activities with ho tendencies'.'
53. Illustratief is *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, LLP.* (Del. Ch. 2006).
54. Illustratief is *Melzer v. CNET Networks* (Del. Ch. 2007) over 'J. Robert Brown's *Inspection Rights under Delaware Law*, <<http://www.thereacetothetbottom.org>> (Nov. 20, 2007, 6:16 a.m.) (arguing that the *Seinfeld* decision 'illustrates that courts deliberately discourage the use of inspection rights by shareholders, using not the language in the statute but excessive pleading standards'). Such sensationalized criticism may make for an entertaining blog, but it is both unfair and incorrect.' Mogelijk had Chancellor Chandler hier nog een appeltje te schillen. Omgekeerd komt het natuurlijk ook voor dat uitspraken van bijvoorbeeld de *Court of Chancery* van Delaware – al kort na verschijning – worden bekritiseerd op *weblogs*. Dit is bijvoorbeeld het geval met *Desimone v. Barrows*, CA. No. 2210 (Del. Ch. 2007), waarover ik in deel I van deze kroniek schreef (*Ondernemingsrecht* 2008, 16, noot 40).
55. <[Http://dealbook.blogs.nytimes.com/category/professor](http://dealbook.blogs.nytimes.com/category/professor)>. Zie hierover onder andere <www.delawarelitigation.com> d.d. 10 januari 2008 ('Law professors, blogging and The New York Times – and Delaware corporate law') en <www.ideo.org> d.d. 10 januari 2008 ('Merger blogger merges with the NYT').

56. Voor attenteringen houd ik mij natuurlijk graag aanbevolen: bastiaan.assink@nautadutilh.com.

Berichten

Verschenen uitgaven

28

M. Haentjens, *Harmonisation of Securities Law. Custody and transfer of securities in european private law*, Kluwer Law International 2007, ISBN 978-90-411-2639-9, € 100, 413 pag.

R.M. Wibier, *Alternatieven voor zekerheid op bankrekeningen* (diss.), Serie Recht en Praktijk, deel 158, Deventer: Kluwer 2007, ISBN 978 90 13048773, € 55,75 (abonneeprijs € 44,60), 188 p.
E.C.M. Wolfert, *De kwaliteitsrekening* (diss.), Serie Recht en Praktijk, deel 157, Deventer: Kluwer 2007, ISBN 978 90 1304950 3, € 57,50 (abonneeprijs € 46), 240 p.