

uittreedvoorwaarden behoort derhalve niet tot de mogelijkheden. Of de Hoge Raad modaliteiten iii en iv gegeven het juridische kader toelaatbaar acht, weten we niet. In die modaliteiten lijkt aan het kenbaarheidsvereiste te zijn voldaan omdat er in de statuten zelf een maximum voor de verschuldigde uittreedvergoeding is opgenomen, maar of aan het bepaalbaarheidsvereiste is voldaan is afhankelijk van de vraag of de maatstaf voor de concrete invulling van de hoogte van de uittreedvergoeding in het besluit respectievelijk de overeenkomst voor alle leden gelijk is, zowel inhoudelijk als ook qua transparantie. Echter, tot dusverre heeft de Hoge Raad anders dan A-G As-sink dat argument nog niet in stelling gebracht. On verra!

dr. mr. G.J.H. van der Sangen  
universitair hoofddocent Ondernemingsrecht,  
Tilburg Law School

## 80

**Aanstands oordeel over bevrozing van stemrecht op certificaten en besluitvorming verkoop**

Gerechtshof Amsterdam  
5 juli 2024, nrs. 200.336.927/01 en  
200.336.933/01, ECLI:NL:GHAMS:2024:2454  
(mr. Tillema, mr. Korsten-Krijnen,  
mr. Bisschop)  
Noot mr. S.C.M. van Thiel

**Spoeideisend belang in verband met gevaar voor continuïteit van onderneming. Voorshands wordt aangenomen dat Fortenova rechtsgeldig tot verkoop heeft kunnen besluiten. Geen schending van zorgplicht op grond van art. 2:8 BW en geen strijd met maatschappelijke zorgvuldigheid. Vervolg op Vznr. Rb. Amsterdam 6 september 2022, «JOR» 2023/93 en Hof Amsterdam 29 december 2022, «JOR» 2023/94, m.nt. Ryngaert. Verband met HR 19 april 2024 en HR 21 juni 2024, «JOR» 2024/189, m.nt. Peek en OK 13 januari 2023, «JOR» 2023/154, m.nt. Wijers.**

[Verordening (EU) nr. 269/2014 art. 2 lid 1;  
BW art. 2:8, 3:13, 6:162]

*De grootste certificaathouder van de Fortenova-groep, SBK Art LLC (hierna: SBK), is op 16 december 2022 op de EU-lijst van gesanctioneerde (rechts)personen geplaatst. Partijen hebben eerder een kort geding gevoerd over de vraag of het stemrecht van SBK op de certificaathoudersvergadering onder het sanctierecht viel of niet. Dit hof heeft bij arrest van 29 december 2022 (ECLI:NL:GHAMS:2022:3691) geoordeeld dat de sanctieregels in de weg staan aan toelating van SBK tot een vergadering van certificaathouders van Fortenova StAK en de uitoefening van de stemrechten verbonden aan haar certificaten. SBK c.s. heeft cassatie ingesteld tegen het arrest van het hof. Bij tussenarrest van 19 april 2024 (ECLI:NL:HR:2024:642) heeft de Hoge Raad overwogen dat redelijke twijfel mogelijk is over het antwoord op de vraag of SBK, als gevolg van de*

bevriezing van haar certificaten van aandelen, gebruik mag maken van de vergader- en stemrechten die zijn verbonden aan de door haar gehouden certificaten van aandelen. Hij heeft het voornemen geuit hierover prejudiciële vragen te stellen aan het HvJ EU. Bij een volgend tussenarrest van 21 juni 2024, «JOR» 2024/189, m.nt. Peek, heeft de Hoge Raad vragen van uitleg aan het HvJ EU gesteld.

Eerder had Fortenova aangekondigd dat TopCo BV haar 100%-dochter MidCo BV met daaronder alle activiteiten van de Fortenova-groep wenst te verkopen omdat dat nodig is voor de continuïteit van de onderneming. SBK c.s. is daarop een tweede kortgedingprocedure gestart. Bij vonnis van Vzgr. Rb. Amsterdam 27 juni 2023 (ECLI:NL:RBAMS:2023:8420) zijn de vorderingen van SBK c.s. strekkende tot een verbod op het verrichten van enige rechtshandeling ter zake van (de voorbereiding van) de verkoop van de aandelen MidCo afgewezen.

In hoger beroep heeft het hof zich, in het kader van de vraag of de verdere uitvoering van de verkoop van MidCo (alsnog) moet worden verboden, een voorlopig oordeel te vormen over de toelaatbaarheid van deze verkoop. In dat verband komt aan de orde hoe moet worden geoordeeld over de besluitvorming met betrekking tot deze verkoop. De door de Hoge Raad gestelde vragen zijn ook voor deze vraag van belang. De spoedeisendheid van de zaak laat echter niet toe af te wachten tot de antwoorden op de door de Hoge Raad gestelde vragen zijn verkregen. De beslissing van het Gerecht over de status van SBK kan evenmin worden afgewacht. Het hof zal daarom een eigen voorlopig oordeel geven over de vraag hoe de omstreden bepaling in Verordening (EU) nr. 269/2014 in relatie tot de besluitvorming over de verkoop van MidCo moet worden begrepen.

Naar het oordeel van het hof leidt de bevriezing van de tegoeden van SBK als gesanctioneerde rechtspersoon er in ieder geval toe dat zij haar vergader- en stemrechten niet kan uitoefenen in geval van een voorgenomen besluit dat een wijziging van tegoeden mogelijk maakt als bedoeld in de sanctieregeling. Dat brengt mee dat het stemrecht van SBK in de visie van het hof in ieder geval is bevroren waar het gaat om de besluitvorming over de verkoop van MidCo. Een en ander leidt ertoe dat SBK haar vergader- en stemrechten niet kan uitoefenen met betrekking tot het voornemen tot verkoop van MidCo, ook als haar verga-

der- en stemrechten niet volledig zouden zijn bevroren. Dat geldt temeer nu voorshands niet kan worden aangenomen dat het niet kunnen uitoefenen van het stemrecht met betrekking tot de verkoop van MidCo leidt tot disproportionele schade voor SBK c.s.

Inmiddels is, met toepassing van de gewijzigde governance-bepalingen, door de vergadering van certificaathouders op 19 december 2023 goedkeuring verleend aan de voorgenomen verkoop van de aandelen MidCo aan BidCo. Vrijwel alle aanwezige certificaathouders hebben voor die verkoop gestemd. Het hof neemt tot uitgangspunt dat, ook als de ongewijzigde governance-bepalingen nog van kracht zouden zijn, de verkoop uiteindelijk zou zijn goedgekeurd omdat zou gelden dat de vergader- en stemrechten van SBK op grond van de sanctieregeling in elk geval met betrekking tot dit onderwerp zijn bevroren. Uitgangspunt is derhalve dat Fortenova c.s. in beginsel rechtsgeldig hebben kunnen besluiten tot verkoop van de aandelen in MidCo. Dat neemt echter niet weg dat Fortenova c.s. bij (de voorbereiding en uitvoering van) dit besluit rekening hebben moeten houden met de belangen van SBK en jegens SBK de eisen van redelijkheid en billijkheid in acht hebben te nemen.

Gelet op het cruciale belang van financiering van het concern kan van Fortenova c.s. niet gevergd worden met de voortgang van de transactie te wachten tot de uitspraken van de Hoge Raad en het Gerecht. Voldoende aannemelijk is dat het niet doorgaan van de verkoop van de aandelen MidCo aan BidCo de onderneming van Fortenova c.s. in een onaanvaardbare onzekerheid stort, waarbij haar continuïteit op het spel komt te staan. Dat betekent dat bij de huidige stand van zaken er voorshands van uit moet worden gegaan dat het doorgaan van de verkoop van MidCo aan BidCo in het belang van Fortenova c.s. en hun stakeholders noodzakelijk is.

Het hof is voorshands van oordeel dat niet kan worden geconstateerd dat (het bestuur van) Fortenova c.s. in strijd hebben gehandeld met hun uit art. 2:8 lid 1 BW voortvloeiende zorgplicht. Dit impliceert hier tevens dat geen sprake is van schending van de zorgplichten die voortvloeien uit art. 6:162 BW of van misbruik van bevoegdheid als bedoeld in art. 3:13 BW. Ook disproportionele schade doet zich niet voor.

In de zaak 200.336.927/01 van

1. *SBK Art LCC* te Moskou, Rusland,

2. [appellant 1],

appellanten,

advocaat: mr. E.J.H. Zandbergen,

tegen

1. *Fortenova Group StAK Stichting*,

2. *Fortenova Group Topco BV*,

3. *Fortenova Group Midco BV*,

alle te Amsterdam,

geïntimeerden,

advocaat: mr. J.W. de Groot,

4. *Iter BidCo BV*,

5. *Iter StAK Stichting*,

beide te Amsterdam,

geïntimeerden,

advocaat: mr. J.A. van de Hel,

6. *Open Pass Ltd* te Sliema, Malta,

geïntimeerde,

advocaat: mr. A.R.J. Croiset van Uchelen,

en

in de zaak 200.336.933/01 van

[appellant 2],

appellant in de hoofdzaak,

verweerder in het incident,

advocaat: mr. G.T.J. Hoff,

tegen

1. *Fortenova Group TopCo BV*,

2. *Fortenova Group StAK Stichting*,

beide te Amsterdam,

geïntimeerden in de hoofdzaak,

verweerders in het incident,

advocaat: mr. J.W. de Groot,

en

*Open Pass Ltd* te Sliema, Malta,

eiseres in het incident,

gevoegde partij aan de zijde van geïntimeerden in de hoofdzaak,

advocaat: mr. A.R.J. Croiset van Uchelen.

(...; red.)

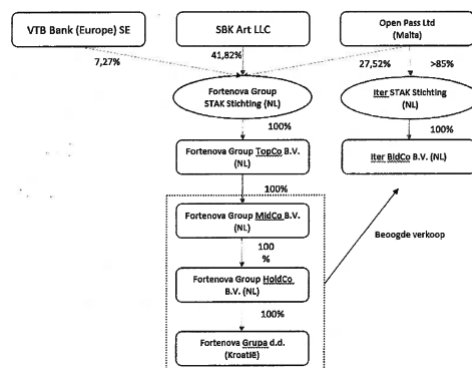
### 3. Feiten

#### In beide zaken

De voorzieningenrechter heeft in het bestreden vonnis de feiten opgesomd die hij tot uitgangspunt heeft genomen. Met grief 1 in zaak 200.336.927/01 maakt SBK c.s. een aantal bezwa-

ren tegen deze feitenweergave. [appellant 2] heeft dat in zaak 200.336.933/01 niet gedaan. Het hof zal een nieuw overzicht geven van de feiten die in hoger beroep het uitgangspunt vormen, waar nodig met enkele aanpassingen naar aanleiding van de grief van SBK c.s.

3.1. De Fortenova-groep is een groot Kroatisch levensmiddelenconcern met circa 47.000 werknemers en een Nederlandse holdingstructuur. In 2017 kwam de Kroatische Agrokor-groep, actief in detailhandel, voedselproductie en landbouw, in financiële problemen. Met haar schuldeisers is een *settlement plan* overeengekomen op grond waarvan een herstructurering en doorstart van de groep heeft plaatsgevonden. De daaruit ontstane Fortenova-groep wordt hierna ook wel aangeduid als Fortenova. Fortenova STAK staat aan het hoofd van de groep. De structuur van de groep is als volgt:



3.2. Onderdeel van de herstructurering en doorstart was de oprichting van de voormelde holdingstructuur in Nederland. In dat kader is op 14 mei 2018 Fortenova STAK opgericht. Fortenova STAK houdt de aandelen in TopCo. TopCo houdt op haar beurt indirect de aandelen in Fortenova Grupa d.d. (hierna: Fortenova Grupa). Fortenova STAK heeft certificaten van aandelen in het kapitaal van TopCo uitgegeven aan onder meer Sberbank of Russia (hierna: Sberbank) en VTB Bank (Europe) SE (hierna: VTB). Zij zijn ingevolge het *settlement plan* certificaathouder geworden van aandelen in het kapitaal van TopCo in plaats van schuldeiser van de Agrokor-groep. Open Pass was niet betrokken bij de totstandkoming van het *settlement plan*. Zij heeft nadien certificaten verworven. Er is voorts een grote groep-kleine certificaathouders. De certificaat-

houders worden hierna ook wel DR-holders genoemd, afgeleid van *depository receipts*.

3.3. In artikel 23 van de *Administrative Conditions of Fortenova Group STAK Stichting* (hierna: de administratievoorwaarden) staat onder meer het volgende:

“Article 23. Information rights  
(...)”

23.4. Any Holder of Depositary Receipts with voting rights representing at least twenty-five percent (25%) of the aggregate amount of issued and outstanding Depositary Receipts may request the Foundation to instruct the Company to provide:

a. its standalone accounts and any information related to it and to instruct each of its Subsidiaries to provide its stand-alone financial statements and/or management accounts and any information related to it and in relation to Fortenova Grupa d.d. consolidated accounts and any information related to it as soon as reasonably possible after these have been compiled; and

b. any information related to Company’s and its Subsidiaries business, management and operations,

unless such request is contrary to the interests of the Foundation, the Company and its business.”

3.4. Het statutair bestuur van Fortenova STAK bestaat uit TMF Netherlands B.V. (hierna: TMF), een trustbedrijf. Het statutair bestuur van TopCo, MidCo en Fortenova Group HoldCo B.V. (hierna: HoldCo) bestond uit TMF en A. [naam 1], medewerker van TMF, ieder als bestuurder B, en D. [naam 2] als bestuurder A. Vertegenwoordiging kan enkel door een bestuurder A en een bestuurder B tezamen en het bestuur kan (met volstrekte meerderheid) enkel besluiten nemen indien bestuurder A aanwezig of vertegenwoordigd is.

3.5. [naam 2] is ook bestuurder en 10% (indirect) aandeelhouder van Open Pass. Open Pass is de op een na grootste certificaathouder in Fortenova STAK. Zij houdt 27,52% van de door Fortenova STAK uitgegeven certificaten van aandelen. Open Pass is onderdeel van de Energija Naturalis Group die primair in Kroatië, maar ook in andere Zuid-oost-Europese landen actief is in onder meer de energiesector en de voedingsindustrie. Meerderheidsaandeelhouder van Open Pass is [naam 3].

3.6. [naam 2] is op 6 juni 2023 afgetreden als bestuurder van TopCo, MidCo en HoldCo, en vervangen door [naam 4]. [naam 2] en [naam 4] zijn ook bestuurders van Fortenova Grupa, samen met – onder meer – [naam 3]. Op 20 juli 2023 zijn

[naam 5] en [naam 6] (twee Nederlandse juristen) toegevoegd aan het bestuur van TopCo als bestuurders A. Op 12 oktober 2023 is verder TMF Management B.V. toegevoegd aan het bestuur van TopCo als bestuurder B.

3.7. SBK was voorheen dochter van de Sberbank. SBK is opgericht als *special purpose vehicle* met als doel het houden van belangen van Sberbank in de Fortenova-groep. SBK houdt 41,82% van de door Fortenova STAK uitgegeven certificaten van aandelen in het kapitaal van TopCo. Zij heeft de certificaten in april 2022 overgedragen gekregen van Sberbank.

3.8. Bij Uitvoeringsverordening (EU) 2022/1270 van de Raad van 21 juli 2022 tot uitvoering van Verordening (EU) Nr. 269/2014 van de Raad van 17 maart 2014 betreffende beperkende maatregelen met betrekking tot acties die de territoriale integriteit, soevereiniteit en onafhankelijkheid van Oekraïne ondermijnen of bedreigen, is Sberbank als de grootste bank van Rusland toegevoegd aan de in bijlage I bij Verordening 269/2014 opgenomen lijst van natuurlijke personen en rechtspersonen, entiteiten en lichamen die onderworpen zijn aan beperkende maatregelen (hierna ook: de EU sanctielijst).

3.9. SBK is op 31 oktober 2022 overgenomen door [appellant 1], met behulp van een lening van de Russische Gazprombank.

3.10. VTB houdt 7,27% van de door Fortenova STAK uitgegeven certificaten van aandelen in het kapitaal van TopCo en is (althans was) tevens onderworpen aan beperkende maatregelen uit hoofde van Verordening 269/2014.

3.11. Bij Uitvoeringsverordening (EU) 2022/2476 van de Raad van 16 december 2022 is SBK op de EU sanctielijst geplaatst met als argument dat Sberbank nog steeds *effective control* over SBK uitoefent. SBK heeft een procedure bij het Gerecht in Luxemburg ingesteld om van de EU-sanctielijst te worden verwijderd. Ten tijde van de zitting in hoger beroep in de onderhavige zaken (19 juni 2024) was nog geen uitspraak gedaan.

3.12. Partijen hebben eerder een kort geding gevoerd over de vraag of – kort gezegd – het stemrecht van SBK op de certificaathoudersvergadering (met betrekking tot besluiten over de *corporate governance*) onder het sanctierecht viel of niet. Dit hof heeft bij arrest van 29 december 2022 («JOR» 2023/94, m.nt. Ryngaert; *red.*), (ECLI:NL:GHAMS:2022:3691) geoordeeld dat de sanctieregels in de weg staan aan toelating van

SBK tot een vergadering van certificaathouders van Fortenova STAK en de uitoefening van de stemrechten verbonden aan haar certificaten. Het subsidiair door SBK gevorderde verbod om de *corporate governance* van Fortenova STAK te wijzigen en het verbod om een certificaathoudersvergadering bijeen te roepen heeft het hof eveneens afgewezen. SBK c.s. heeft cassatie ingesteld tegen het arrest van het hof. Bij tussenarrest van 19 april 2024 («JOR» 2024/189, m.nt. Peek; *red.*), (ECLI:NL:HR:2024:642) heeft de Hoge Raad overwogen dat redelijke twijfel mogelijk is over het antwoord op de vraag of SBK, als gevolg van de bevrozing van haar certificaten van aandelen, gebruik mag maken van de vergader- en stemrechten die zijn verbonden aan de door haar gehouden certificaten van aandelen. Hij heeft het voornemen geuit hierover prejudiciële vragen te stellen aan het Hof van Justitie van de Europese Unie (hierna: HvJEU). De Hoge Raad heeft twee vragen geformuleerd in het tussenarrest en partijen de gelegenheid gegeven te reageren op het voornemen vragen te stellen en op de geformuleerde vragen. Bij een volgend tussenarrest van 21 juni 2024 («JOR» 2024/189, m.nt. Peek; *red.*) (ECLI:NL:HR:2024:922) heeft de Hoge Raad vragen van uitleg aan het HvJEU gesteld.

3.13. Op 12 januari 2023, na de hiervoor vermelde uitspraak van dit hof, heeft Fortenova STAK een certificaathoudersvergadering gehouden, waarop een aantal voorstellen tot wijziging van de *corporate governance* (die waren geagendeerd door Open Pass) is aangenomen. SBK is niet tot de vergadering en tot de stemming toegelaten.

3.14. SBK heeft de Ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam (hierna ook: de OK) verzocht een enquête en verschillende voorzieningen te gelasten (onder meer schorsing van de besluiten genomen op de certificaathoudersvergadering van 12 januari 2023). De OK heeft bij beslissing van 13 januari 2023 («JOR» 2023/154, m.nt. Wijers; *red.*), (ECLI:NL:GHAMS:2023:54) het enquêteverzoek en de verzochte voorzieningen afgewezen. Kort gezegd heeft de OK geoordeeld dat de Fortenova-groep grote hinder ondervindt van de beweerde invloed van de Russische indirecte aandeelhouders, waardoor het voor haar moeilijk is om een herfinanciering te bewerkstelligen en waardoor zij in haar voortbestaan wordt bedreigd. Van het toewijzen van een enquêteverzoek zou volgens de OK het signaal uitgaan dat nog steeds niet vast staat dat de Fortenova-groep niet onder

invloed staat van haar gesanctioneerde Russische certificaathouders. Bij deze stand van zaken leidt een belangenafweging “in deze bijzondere omstandigheden van het geval” ertoe dat de verzoeken worden afgewezen, aldus de OK in deze beslissing. SBK heeft cassatieberoep ingesteld tegen de beschikking van de OK. Bij arrest van 19 april 2024 (ECLI:NL:HR:2024:631) heeft de Hoge Raad dit cassatieberoep verworpen met toepassing van artikel 81 lid 1 van de Wet op de rechterlijke organisatie.

3.15. Fortenova had een financiering (notes) van € 1,2 miljard, die op 6 september 2023 afliep, en waarvoor – kort gezegd – zekerheden waren verstrekt. Een van de financiers en houders van notes (40%) was een groepsvennootschap van VTB. In verband met de sancties kon Fortenova de rente en de aflossing niet aan (de groepsvennootschap van) VTB betalen, en konden de zekerheden niet worden vrijgegeven. De *High Court of England and Wales* heeft uiteindelijk – onder bepaalde voorwaarden – toestemming gegeven de financiering af te lossen, zodat de zekerheden konden worden vrijgegeven. Het bedrag van de terugbetaling is gestort op een rekening die onder beheer staat van de Engelse rechtbank. Fortenova heeft (de groepsvennootschap van) VTB kunnen terugbetalen door middel van een herfinanciering door HPS Investment Partners LLC (hierna: HPS), die daarvoor al 60% van de notes hield. HPS heeft de schuld geherfinancierd voor een periode van één jaar, tot 29 november 2024. Daartegenover staan verschillende zekerheidsrechten, waaronder een zekerheidsrecht voor HPS op onder meer de aandelen van TopCo in MidCo.

3.16. In een brief aan certificaathouders en een persbericht van 26 april 2023 heeft Fortenova aangekondigd dat TopCo haar 100%-dochter MidCo met daaronder alle activiteiten van de Fortenova-groep wil verkopen, omdat dat nodig is voor de continuïteit van de onderneming. In de brief schrijft Fortenova dat zij moeilijkheden ervaart vanwege het feit dat haar certificaathouders SBK en VTB zijn gesanctioneerd. Fortenova schrijft in de brief moeilijkheden te ervaren met het verkrijgen van een financiering en met handelspartners die vanwege de gesanctioneerde certificaathouders geen zaken meer met haar willen doen. Fortenova heeft medegedeeld de internationale investeringsbank Lazard Frères SAS (hierna: Lazard) te hebben ingeschakeld om het verkoopproces te begeleiden, en dat het uiteindelijke be-

sluit over een mogelijke verkoop aan het bestuur van TopCo en de certificaathouders zal worden voorgelegd. Ook heeft zij gevraagd om alternatieven aan te dragen voor de wijze waarop het verkoopproces moet worden vormgegeven.

3.17. Lazard heeft in het verkoopproces (“Project Charm” genoemd) vijftien partijen uitgenodigd om een indicatief bod uit te brengen op de aandelen MidCo. In deze fase is geen enkel acceptabel bod uitgebracht. Uit een “Investor outreach summary” van Lazard blijkt dat twee geïnteresseerde partijen zijn afgehaakt om onder meer de reden dat gesanctioneerde certificaathouders deel uitmaken van de kapitaalstructuur en vanwege het risico van juridische procedures, die mogelijk aanhangig zullen worden gemaakt door “certain shareholders”. Een van deze investeerders heeft laten weten niet te willen investeren vanwege onder meer “complicated shareholding structure (including sanctioned shareholders)”.

3.18. Omdat de verkoop aan een derde niet was gelukt, heeft Fortenova aangekondigd met de grootste niet-gesanctioneerde DR-holders, waaronder Open Pass, te gaan praten over een oplossing.

3.19. SBK c.s. is daarop een tweede kortgedingprocedure gestart. Bij vonnis van de voorzieningenrechter in de rechtbank Amsterdam van 27 juni 2023 (het tweede kortgedingvonnis, ECLI:NL:RBAMS:2023:8420) zijn de vorderingen van SBK c.s. afgewezen, strekkende tot – kort gezegd – een verbod op het verrichten van enige rechtshandeling ter zake van (de voorbereiding van) de verkoop van de aandelen MidCo. SBK c.s. heeft een pro forma appeldagvaarding uitgebracht tegen 6 augustus 2024 tegen dit tweede kortgedingvonnis.

3.20. [appellant 1] heeft zich in juni 2023 gemeld bij Lazard en zijn interesse kenbaar gemaakt in de koop van de aandelen in MidCo. Lazard heeft daarop laten weten in het kader van compliance eerst meer informatie nodig te hebben, voordat zij bereid zou zijn een voorstel van [appellant 1] te bestuderen. Het ging om stukken waaruit volgt dat met het oog op SBK geen sanctieregels zijn overtreden bij de overdracht van de aandelen SBK aan hem, en om informatie betreffende [appellant 1]’s commerciële kwalificaties en financieringscapaciteit met betrekking tot de desbetreffende overname.

3.21. Op 9 juli 2023 heeft een Bahreinse bank, Venture Capital Bank B.S.C., per e-mail interesse

getoond in de koop van de aandelen MidCo. Lazard heeft daarop gereageerd met de vraag welke potentiële koper(s) de Bahreinse bank vertegenwoordigde. Daarop is geen antwoord gekomen.

3.22. Op 15 augustus 2023 heeft een consortium van investeerders uit de Verenigde Arabische Emiraten, Kroatië en Duitsland, onder wie [appellant 2] (adviseur van [appellant 1]), een non-binding offer gedaan van € 700 miljoen en € 1,1 miljard herfinanciering van de bestaande leningsfaciliteit. Lazard heeft het consortium verzocht om informatie ten behoeve van KYC en compliance verplichtingen. Het consortium heeft zich daarna teruggetrokken.

3.23. Nadat het verkoopproces onder leiding van Lazard niet tot een oplossing had geleid, en uit de gesprekken met de niet-gesanctioneerde DR-holders ook geen andere oplossing naar voren was gekomen, heeft het bestuur van TopCo de zogenoemde “DR Holder Solution” gepresenteerd aan negen van de dertien grootste niet-gesanctioneerde DR-holders. Die oplossing houdt in dat een *special purpose vehicle*, Iter BidCo, alle aandelen in MidCo zal verwerven. Via Iter STAK zullen alle in aanmerking komende DR-holders naar rato van hun huidige positie nieuwe certificaten kunnen krijgen, waarbij een gelijkblijvend aantal certificaten leidt tot een (aanzienlijk) kleiner belang in Iter BidCo. Zij kunnen er ook voor kiezen om uit te stappen, of om meer certificaten te verwerven. De voor verwerving van certificaten in aanmerking komende DR-holders zijn alle niet-gesanctioneerde, niet-Russische en niet Wit-Russische DR-holders die ofwel gekwalificeerd belegger zijn, ofwel retailbelegger (natuurlijk persoon of rechtspersoon) gevestigd in een EU-lidstaat of het Verenigd Koninkrijk, mits het aantal bestaande retailbeleggers daar niet meer dan 148 per jurisdictie bedraagt. Ook is medege-deeld dat een stuurgroep (SteerCo) zou worden opgericht uit de groep van niet-gesanctioneerde DR-holders om te onderhandelen en overeenstemming te bereiken waarbij een klein aantal certificaathouders is benaderd om hun interesse in deelneming in de SteerCo kenbaar te maken. SBK is hiervoor niet benaderd. De Fortenova-groep heeft toegezegd juridische kosten van SteerCo te betalen tot € 500.000,-.

3.24. Zeven DR-holders hebben zich gemeld om deel te nemen in SteerCo. Open Pass had ook interesse om daarin deel te nemen, maar besloten is dat Open Pass separaat van SteerCo zou blijven.

3.25. Op voorspraak van de bestuurders [naam 5] en [naam 6] zijn aan de DR Holder Solution twee punten toegevoegd, ter bescherming van de minderheidscertificaathouders: een *anti-embarrassment* clausule (AEP) op grond waarvan niet-deelnemende DR-holders recht hebben op nabetaling ingeval van een aandelenverkoop of beursgang van MidCo of haar assets en een *contingent value right*-clausule (CVR) op grond waarvan niet-deelnemende DR-holders het recht hebben op betaling indien (i) de herfinanciering rond is en (ii) de Fortenova-groep een bepaald resultaat behaalt. Verder is er een exit voor minderheidscertificaathouders zodra Open Pass meer dan 85% van de certificaten in Iter STAK zou verkrijgen in die zin dat Open Pass dan verplicht is een bod uit te brengen op alle certificaten.

3.26. Onderdeel van de DR Holder Solution is een *backstop-agreement*, die voor zover hier van belang inhoudt dat indien niet alle DR-holders besluiten om in te stappen in de nieuwe structuur, Open Pass zich committeert de resterende certificaten te kopen, tot 100%. Op het moment dat de verkoop van MidCo aan Iter BidCo is afgerond, wordt deze overeenkomst vervangen door een *relationship agreement*, waarin onder meer de hiervoor in 3.25 genoemde bepalingen zijn opgenomen.

3.27. Op 15 september 2023 zijn Iter BidCo en Iter STAK opgericht. Bestuurders van Iter BidCo en Iter STAK zijn TMF en [naam 7].

3.28. De SteerCo heeft op 21 september 2023 commentaar gegeven op de toenmalige conceptversie van de *termsheet*. Na een overleg op 2 en 3 oktober 2023 hebben de SteerCo-deelnemers zich teruggetrokken, omdat zij niet het risico wilden lopen in gerechtelijke procedures betrokken te raken. De onderhandelingen zijn voortgezet met Open Pass.

3.29. BidCo heeft op 17 oktober 2023 een *binding offer* uitgebracht van € 500 miljoen, een CVR (zie 3.25) van maximaal € 160 miljoen, en een AEP (zie 3.25) die voorziet in additionele betalingen aan DR-holders die niet meegaan in de nieuwe structuur in geval van een beursgang of verkoop van MidCo of Fortenova Grupa aan een derde binnen een periode van drie jaar. Open Pass garandeert de liquiditeit van BidCo, die bij de MidCo Sale de koper zal zijn. Hierna zal ook worden gesproken over “het bod van Open Pass”.

3.30. [appellant 2] heeft op 2 november 2023 0,001275% van de door Fortenova STAK uitgege-

ven certificaten verworven. Hij heeft op 10 november 2023 certificaten bijgekocht, waardoor zijn belang uitkwam op circa 0,02%.

3.31. Op 22 november 2023 heeft Lazard een *recommendation letter* met als bijlage een waardeeringsanalyserapport aan Fortenova Grupa en TopCo gestuurd. Daarin waardeert Lazard de *equity value* op een bedrag tussen de € 477 en € 710 miljoen en de *enterprise value* van de Fortenova-groep op een bedrag tussen de € 1,63 en € 1,86 miljard.

3.32. Op 24 november 2023 heeft de Amerikaanse investeringsbank Houlihan Lokey een zogenoemde *fairness opinion* afgegeven. Houlihan Lokey is van mening dat de door Open Pass geboden koopprijs *fair* is. De bandbreedte van de *equity value* ligt volgens Houlihan Lokey tussen de € 282,6 en € 974,1 miljoen.

3.33. Op 28 november 2023 heeft KPMG een waardeeringsrapport uitgebracht. KPMG heeft, uitgaande van een *financial distress* scenario, een indicatieve waardering gegeven van de Fortenova-groep die tussen de € 500 en € 600 miljoen ligt. KPMG heeft ook een waardering gegeven voor het scenario van “hypothetical refinancing on the market (assuming no risk of sanctioned shareholders and reduced financial distress)”. In dit scenario ligt de indicatieve waardering tussen de € 700 en € 840 miljoen.

3.34. Op 28 november 2023 heeft het bestuur van TopCo het besluit genomen de aandelen in MidCo te verkopen aan Iter BidCo voor een bedrag van € 500 miljoen, te vermeerderen tot maximaal € 660 miljoen, en op 29 november 2023 zijn een aantal daartoe opgestelde overeenkomsten getekend.

3.35. Eveneens op 29 november 2023 heeft Fortenova STAK een oproeping gedaan voor een certificaaathoudersvergadering, te houden op 8 december 2023, waarin zou moeten worden gestemd over goedkeuring van de transactie. Ook zijn certificaaathouders uitgenodigd voor een “update call”, te houden op 1 december 2023, waarin het bestuur van TopCo een presentatie zou geven over de transactie en vragen konden worden gesteld. Verder heeft Fortenova STAK die dag een persbericht naar buiten gebracht met een toelichting op de achtergrond en voorwaarden van de verkoop.

3.36. [appellant 2] heeft brieven gestuurd aan (het bestuur van) Fortenova STAK en TopCo, waarin hij zijn zorgen heeft geuit over belangenverstren-

geling bij Open Pass, en waarin hij het bestuur heeft verzocht de transactie niet goed te keuren. [appellant 2] heeft deelgenomen aan de *update call* op 1 december 2023, waarin hij dezelfde zorgen heeft geuit.

3.37. SBK heeft Fortenova STAK en TopCo verzocht om een deel van de transactiedocumentatie te mogen ontvangen. Daarnaast heeft SBK verzocht de vergadering van 8 december 2023 uit te stellen. Fortenova STAK en TopCo hebben daarop gereageerd met de mededeling dat zij SBK, net zoals de andere certificaathouders, al van veel informatie hebben voorzien en dat zij geen reden zagen om de vergadering uit te stellen.

3.38. Op 29 november 2023 heeft de Indiase vennootschap Swan Energy Limited (hierna: Swan Energy) zich gemeld bij Lazard om haar interesse in MidCo te tonen. Bij brief van 7 december 2023 heeft [appellant 1] geschreven dat hij “partnered with” Swan Energy en dat hij niet minder dan € 800 miljoen zou willen betalen voor MidCo.

3.39. Op 8 december 2023 heeft SBK c.s. bij de rechtbank Amsterdam een zittingsdatum aangevraagd voor dit kort geding in eerste aanleg.

3.40. Op de certificaathoudersvergadering van 8 december 2023 heeft de meerderheid van de (niet-gesancioneerde) certificaathouders voor het besluit tot goedkeuring van de DR Holder Solution gestemd. Omdat het vereiste aanwezigheidsquorum niet was gehaald (SBK en VTB mochten niet stemmen) was een tweede vergadering nodig om het besluit goed te keuren.

3.41. Op 18 december 2024 heeft de voorzieningenrechter uitspraak gedaan. De door SBK c.s. en [appellant 2] verzochte voorzieningen, onder meer gericht op het tegenhouden van de onderhavige transactie (zie verder hieronder onder 4 en 5), zijn geweigerd.

3.42. De tweede certificaathoudersvergadering vond plaats op 19 december 2023. Op die vergadering heeft circa 97% van de aanwezige certificaathouders (met stemrecht) voor het besluit tot goedkeuring van de DR Holder Solution gestemd (de verkoop van MidCo aan Iter BidCo, onder de voorwaarden zoals die met Open Pass waren uitonderhandeld), waarna het voorstel was aangenomen.

3.43. Op 28 december 2023 zijn verschillende documenten die onderdeel uitmaken van de transactie ter uitvoering van de DR Holder Solution ondertekend door TopCo, Iter BidCo, Iter STAK en Open Pass, te weten een *share purchase*

*agreement* (hierna: SPA) en een *relationship agreement*. Onderdeel van de afspraken is dat de voor SBK bestemde gelden op een geblokkeerde *escrow*-rekening worden gestort.

3.44. PwC, de accountant van Fortenova, heeft op 8 mei 2024 een goedkeurende verklaring afgegeven voor de jaarcijfers 2023.

3.45. Op 12 juni 2024 heeft Fortenova de belanghebbenden laten weten dat op die datum was voldaan aan de opschortende voorwaarden in de SPA dan wel dat van de voorwaarde(n) was afgezien.

3.46. Fortenova STAK heeft op 12 juni 2024 opgeroepen voor een vergadering van certificaathouders op 20 juni 2024. De agendapunten van deze vergadering waren onder meer de goedkeuring van de vaststelling van de jaarrekening 2023 van TopCo en de goedkeuring van de benoeming van PwC als accountant van TopCo voor 2024.

#### 4. Eerste aanleg

##### *In de zaak 200.336.927/01*

4.1. SBK c.s. heeft in eerste aanleg gevorderd zoals weergegeven in 3.1 van het bestreden vonnis. Deze vorderingen hebben in grote lijn dezelfde strekking als de hierna te noemen vorderingen van SBK c.s. in hoger beroep, maar waren op onderdelen toegesneden op de stand van zaken op het moment van dit kort geding in eerste aanleg.

4.2. SBK c.s. heeft bij grief 1 als bezwaar naar voren gebracht dat de voorzieningenrechter de toelichting op haar vorderingen niet compleet heeft weergegeven. Bij die grief heeft zij geen belang omdat het hof haar stellingen, voor zover in hoger beroep van belang, zelfstandig en opnieuw beoordeelt.

##### *In de zaak 200.336.933/01*

4.3. [appellant 2] heeft in eerste aanleg gevorderd om bij vonnis uitvoerbaar bij voorraad:

(i) Fortenova STAK te verbieden om in een vergadering van certificaathouders een voorstel tot goedkeuring van verkoop van de aandelen in MidCo op basis van de voorwaarden genoemd in paragraaf 4 van de Circulaire in stemming te brengen;

(ii) voor het geval het onder (i) genoemde voorstel reeds in tweede stemming is gebracht en is aangenomen: Fortenova STAK te verbieden om aan TopCo toestemming te verlenen tot verkoop van de aandelen MidCo op basis van de voor-



waarden genoemd in paragraaf 4 van de Circulaire;

(iii) TopCo te verbieden de aandelen in MidCo te verkopen op basis van de voorwaarden genoemd in paragraaf 4 van de Circulaire;

op straffe van verbeurte van een dwangsom van € 125 miljoen bij schending door een gedaagde van een aan haar opgelegd verbod en met hoofdelijke veroordeling van gedaagden in de kosten van het geding.

#### *In beide zaken*

4.4. De voorzieningenrechter heeft in beide zaken de gevraagde voorzieningen geweigerd. Hij heeft SBK c.s. respectievelijk [appellant 2] (uitvoerbaar bij voorraad) veroordeeld in de proceskosten van de wederpartijen in hun zaken.

#### *5. Vorderingen in hoger beroep*

##### *In de zaak 200.336.927/01*

5.1. SBK c.s. heeft in hoger beroep acht grieven aangevoerd. Zij heeft, na (nadere) wijziging van eis, geconcludeerd tot vernietiging van het bestreden vonnis en tot toewijzing van haar vorderingen. Deze luiden als volgt:

“Redenen waarom het uw hof moge behagen bij arrest, zoveel mogelijk uitvoerbaar bij voorraad:

0. Mondeling ter zitting dan wel zo spoedig mogelijk schriftelijk op de dag van de zitting, (i) primair STAK te gelasten geen certificaathoudersvergaderingen te houden inzake de voor 20 juni 2024 geagende onderwerpen totdat het hof arrest heeft gewezen althans tot een in goede justitie te bepalen datum althans (ii) STAK te gelasten SBK Art toe te laten tot de certificaathoudersvergadering van STAK van 20 juni 2024 alsmede tot enige andere certificaathoudersvergadering met onder meer een of meer dezelfde agendapunten en SBK Art toe te laten in iedere dergelijke vergadering het woord te voeren, vragen te stellen en haar stemrecht uit te oefenen alsmede STAK te gelasten die vragen te beantwoorden en de door SBK Art uit te brengen stemmen als rechtsgeldige stemmen te beschouwen en volledig mee te tellen bij de stemming omtrent de betreffende agendapunten, zulks op straffe van een onmiddellijk opeisbare dwangsom van EUR 5.000.000 voor ieder onderdeel van dit sub o waar STAK geheel of gedeeltelijk mee in gebreke blijft, te vermeerderen met de wettelijke rente over deze dwangsom(men) vanaf het moment dat deze verschuldigd

wordt tot het moment van betaling hiervan, en voorts onder de bepaling dat deze dwangsom ook geldt indien SBK c.s. er niet in slaagt tijdig een eventueel schriftelijk tussenarrest hieromtrent aan STAK te betekenen;

en voorts

te vernietigen het Tussenvonnissen en Eindvonnissen gewezen tussen partijen en opnieuw rechtdoende:

1. STAK, TopCo, Bidco, STAK BidCo en Open Pass te verbieden op enige wijze uitvoering te geven aan of nakoming te vorderen van (enig deel van) de beoogde verkoop en/of levering van aandelen in MidCo aan Bidco, althans de levering van aandelen in MidCo aan Bidco, zulks totdat het Gerecht EU heeft geoordeeld over de vraag of SBK Art van de EU sanctielijst moet worden verwijderd althans totdat in de lopende (cassatie) zaak (zaaknr 23/00717) in kracht van gewijsde is geoordeeld althans totdat het HvJEU de prejudiciële vragen heeft beantwoord;

2. Subsidiair, STAK, TopCo, Bidco, STAK BidCo en Open Pass te gelasten om aan de transactiedocumentatie een bepaling toe te voegen dat de verkoop en levering van Midco geschiedt onder de ontbindende voorwaarde dat het Gerecht EU (naar verwachting mei/juni 2024) uitspraak doet zonder dat daaruit blijkt dat alle klachten van SBK Art zijn verworpen althans de Hoge Raad in de lopende (cassatie)zaak (zaaknr 23/00717) (tussen)arrest wijst zonder dat daaruit blijkt dat alle klachten zijn verworpen;

En voorts:

3. STAK te verplichten, voor zover nodig onder de voorwaarde dat [appellant 1] de redelijkerwijs relevante KYC informatie en proof of funds verstrekt, om (i) de verkoop en levering van MidCo aan BidCo op te schorten totdat aan dit sub 3 is voldaan, (ii) een certificaathoudersvergadering uit te schrijven inzake goedkeuring van het (mede) door [appellant 1] ingediende bindend bod op MidCo, (iii) daarbij dat bod volledig en juist weer te geven, (iv) Open Pass te verbieden inzake dat bod haar stem uit te brengen op deze certificaathoudersvergadering en (v) bij te besluitvorming over dat bod de door Open Pass uit te brengen stemmen volledig buiten beschouwing te laten en niet mee te tellen, alsmede TopCo te verplichten om (i) Midco te verkopen en te leveren overeenkomstig dat bod indien in de certificaathoudersvergadering op bovenvermelde wijze hiermee is ingestemd;

4. Subsidiair, voor zover nodig onder voorbehoud van goedkeuring door of mededeling aan de nationale autoriteit en overige vereiste instanties,

(i) de Transactie op te schorten tot twee weken nadat (i) SBK Art zelf niet langer op de EU sanctielijst is geplaatst dan wel, indien eerder, (ii) het HvJEU de prejudiciële vragen van de Hoge Raad heeft beantwoord (de Termijn);

(ii) een of meer onafhankelijke personen aan te wijzen die gedurende de Termijn in plaats van SBK Art bevoegd zijn het vergader- en stemrecht op de thans door SBK Art gehouden certificaten in STAK (Certificaten) uit te oefenen;

(iii) voor zover nodig te bepalen dat dit vergader- en stemrecht enkel kan worden uitgeoefend inzake agendapunten die voor SBK Art ongunstig en voor Open Pass gunstig kunnen uitpakken, al dan niet concreet beperkt tot agendapunten inzake (i) wijziging in de corporate governance van Fortenova, (ii) alsmede de verkoop van MidCo, HoldCo dan wel alle, althans het overgrote deel van de, bedrijfsactiviteiten van de hele groep en (iii) rechtshandelingen tussen enige Fortenova-vennootschap en enige vennootschap die gelieerd is aan Open Pass en/of de heer [naam 3];

(iv) voor zover nodig te bepalen dat de Certificaten gedurende de Termijn ten titel van beheer worden overgedragen aan een Nederlandse stichting waarvan de te benoemen personen de enige bestuurders worden;

(v) voor zover nodig te bepalen dat STAK en TopCo ervoor dienen zorg te dragen dat de custody deed aldus wordt aangepast dat gedurende de Termijn de DR custodian ter zake van deze Certificaten enkel instructies kan krijgen en zal opvolgen van deze stichting en/of te benoemen personen en niet van SBK Art;

(vi) te bepalen dat geen van de te benoemen personen kan worden ontslagen of anderszins van zijn taak ontheven dan nadat de Amsterdamse rechter aldus oordeelt;

(vii) [appellant 1] te veroordelen om deze te benoemen personen een vergoeding te betalen zoals door uw hof wordt vastgesteld;

(viii) alle partijen te verplichten om deze te benoemen personen (althans een door hen onderling aan te wijzen persoon) te beschouwen als degene die rechtsgeldig het vergader- en stemrecht op deze Certificaten kan uitoefenen inzake certificaathoudersvergaderingen van STAK, deze persoon steeds tijdig uit te nodigen voor certificaathoudersvergaderingen van STAK en tijdig

dezelfde informatie te verstrekken als aan andere certificaathouders, deze persoon steeds toe te laten tot certificaathoudersvergaderingen en daar het woord te laten voeren, deze persoon steeds het stemrecht op de Certificaten te laten uitvoeren en de aldus uitgeoefende stemmen als geldige stemmen steeds volledig mee te tellen ter zake van de besluitvorming binnen de STAK;

(ix) te bepalen dat SBK Art steeds gelijktijdig met de andere certificaathouders een kopie van de aan hen verstrekte informatie wordt gestuurd door Fortenova (zoals nu ook het geval is);

(x) en/of andere voorwaarden die uw hof inzake een dergelijke constructie stelt dan wel die partijen binnen een week na de zitting, al dan niet onder begeleiding van uw hof of raadsheer-commissaris, overeenkomen;

5. Meer subsidiair, de hierna vermelde deskundige benoemt en voorts STAK, TopCo, Bidco, STAK BidCo en Open Pass te gelasten om aan de transactiedocumentatie een bepaling toe te voegen dat de koopprijs met terugwerkende kracht wordt vastgesteld op het gemiddelde van de uitkomst van de waarderingsrapporten van Lazard, KPMG en Houlihan Lokey nadat in die rapporten de wijzigingen in het businessplan zijn verwerkt zoals die door een onafhankelijke deskundige (in het beoordelen van businessplannen) worden vastgesteld;

6. Nog meer subsidiair, STAK, TopCo, Bidco, STAK BidCo en Open Pass te gelasten om aan de transactiedocumentatie een bepaling toe te voegen dat [appellant 1] het recht heeft om certificaten te verwerven in STAK BidCo tegen dezelfde prijs en voorwaarden als geldt voor andere certificaathouders van STAK, zulks voorts onder de verplichting voor Bidco en STAK BidCo dat zij eenzelfde corporate governance structuur hebben als gold voor TopCo en STAK voorafgaand aan 12 januari 2023 en dat de corporate governance structuur voor Midco, HoldCo en Grupa ongewijzigd blijft en onder de verplichting voor Open Pass ervoor zorg te dragen dat deze corporate governance structuur aldus wordt vormgegeven;

7. Uiterst subsidiair, STAK, TopCo, Bidco, STAK BidCo en Open Pass te gelasten om aan de transactiedocumentatie een bepaling toe te voegen dat SBK Art het recht heeft om certificaten te verwerven in STAK BidCo tegen dezelfde prijs en voorwaarden als geldt voor andere certificaathouders van STAK, zulks voorts onder de verplichting voor Bidco en STAK BidCo dat zij eenzelfde cor-

porate governance structuur hebben als gold voor TopCo en STAK voorafgaand aan 12 januari 2023 en dat de corporate governance structuur voor Midco, HoldCo en Grupa ongewijzigd blijft en onder de verplichting voor Open Pass ervoor zorg te dragen dat deze corporate governance structuur aldus wordt vormgegeven en voorts onder de opschortende voorwaarde dat SBK Art niet langer een gesanctioneerde partij is op grond van de Verordening dan wel SBK Art anderszins inzake een dergelijke verwerving van certificaten in STAK BidCo niet beperkt wordt door deze Verordening; En voorts:

8. STAK en TopCo te veroordelen om binnen twee dagen na arrest een afschrift te verstrekken van (i) de notulen van de bestuursvergadering van TopCo waarin unaniem werd besloten de transactie goed te keuren en de documentatie die voorafgaand aan de bestuursvergadering met de bestuurders van TopCo is gedeeld, (ii) het businessplan (alsmede eventueel bestaande stukken ter onderbouwing daarvan) dat ten grondslag heeft gelegen aan de waarderingsrapporten van Lazard, KPMG en Houlihan Lokey, (iii) het curriculum vitae van BidCo-bestuurder [naam 7] alsmede (iv) een afschrift van de overige in de brief onder randnr. 130 van de dagvaarding in eerste aanleg genoemde documenten alsmede (v) een afschrift van de mededeling aan het Ministerie van Financiën zoals bedoeld in opschortende voorwaarde (f) van de term sheet inzake de Transactie;

9. Aan iedere veroordeling in het arrest een onmiddellijk opeisbare dwangsom te verbinden van EUR 5 mln per dag dat enige betreffende partij (waaronder Open Pass) hiermee geheel of gedeeltelijk in gebreke blijft vanaf de dag van betekening van het vonnis, zulks met een maximum van EUR 100 mln (en inzake de veroordeling tot verstrekking van afschriften EUR 1 mln per dag en een maximum van EUR 50 mln), althans per veroordeling een in goede justitie te bepalen bedrag aan dwangsom per dag en maximum dwangsom;

10. die voorzieningen te treffen die u in goede justitie nodig of nuttig acht om tegemoet te komen aan de door appellanten geschetste problemen bij de verkoop van MidCo en/of de wijze waarop die verkoop plaatsvindt;

11. geïntimeerden te veroordelen in de proceskosten van het hoger beroep en de eerste instantie, te vermeerderen met de nakosten ten belope van EUR 173 zonder betekening, dan wel EUR 263 in

het geval van betekening, een en ander te voldoen binnen zeven dagen na betekening van het arrest, en voor het geval voldoening van de (na)kosten niet binnen de gestelde termijn plaatsvindt, te vermeerderen met de wettelijke rente over de ex artikel 6:119 BW, te rekenen vanaf bedoelde termijn voor voldoening tot aan de dag der algehele voldoening.”

5.2. De conclusie van Fortenova c.s. luidt:

“1. te bekrachtigen het vonnis waarvan beroep, 2. SBK en [appellant 1] hoofdelijk te veroordelen tot betaling van de kosten van dit hoger beroep, te vermeerderen met de nakosten vooraf (voorwaardelijk) te begroten op EUR 173,- zonder betekening, dan wel EUR 263,- in het geval van betekening,

een en ander te voldoen binnen veertien dagen na dagtekening van het arrest, en – voor het geval voldoening van de (na-)kosten niet binnen die termijn plaatsvindt – te vermeerderen met de wettelijke rente over de (na-)kosten te rekenen vanaf veertien dagen na dagtekening van het arrest, dan wel, voor zover het gaat om de kosten van betekening van het arrest, vanaf veertien dagen na die betekening,

een en ander uitvoerbaar bij voorraad.”

5.3. De conclusie van Iter BidCo en Iter STAK luidt:

“dat het het Gerechtshof behage bij arrest, voorzover mogelijk uitvoerbaar bij voorraad,

(I) de grieven van SBK cs. ongegrond te verklaren en het vonnis van de voorzieningenrechter van de Rechtbank Amsterdam van 18 december 2023 (rol-/zaak nummer C/13/743324 KG ZA 23-1066) zo nodig onder verbetering of aanvulling van gronden te bekrachtigen;

(II) SBK cs. hoofdelijk te veroordelen om aan geïntimeerden te betalen de kosten van de procedure in beide instanties, te voldoen binnen veertien (14) dagen na dagtekening van het arrest, onder bepaling dat indien de gedingkosten niet binnen genoemde termijn zijn betaald, hierover vanaf de vijftiende dag wettelijke rente verschuldigd is.”

5.4. De conclusie van Open Pass luidt:

dat het het Gerechtshof behage bij arrest, voor zover mogelijk uitvoerbaar bij voorraad,

(I) de grieven van appellanten ongegrond te verklaren en het vonnis van de voorzieningenrechter van de Rechtbank Amsterdam van 18 december 2023 (rol-/zaak nummer C/13/743324 KG ZA 23-1066) zo nodig onder verbetering of aanvulling van gronden te bekrachtigen;

(II) appellanten hoofdelijk te veroordelen om aan geïntimeerden te betalen de kosten van de procedure in beide instanties, te voldoen binnen veertien (14) dagen na dagtekening van het arrest, onder bepaling dat indien de gedingkosten niet binnen genoemde termijn zijn betaald, hierover vanaf de vijftiende dag wettelijke rente verschuldigd is.

*In de zaak 200.336.933/01*

5.5. [appellant 2] heeft in hoger beroep drie grieven aangevoerd. Hij heeft geconcludeerd tot vernietiging van het bestreden vonnis en tot toewijzing van de volgende voorzieningen:

“bij arrest uitvoerbaar bij voorraad voor zover de wet zulks toelaat, (a) geïntimeerde sub (1) te verbieden uitvoering te geven aan de overeenkomst waarbij zij de aandelen in het kapitaal van Fortenova Group Midco B.V. heeft verkocht, zoals bedoeld in overweging 2.34 van het Vonnis, en (b) geïntimeerde sub (2) te verbieden aan geïntimeerde sub (1) toestemming te geven voor zodanige uitvoering, zulks op straffe van verbeurte van een dwangsom van EUR 125 miljoen bij schending door een geïntimeerde van een aan haar opgelegd verbod en met veroordeling van geïntimeerden in de kosten van het geding in beide instanties.”

5.6. De conclusie van TopCo en Fortenova STAK luidt:

“1. te bekrachtigen het vonnis waarvan beroep;  
2. [appellant 2] te veroordelen tot betaling van de kosten van dit hoger beroep, te vermeerderen met de nakosten vooraf (voorwaardelijk) te begroten op EUR 173,- zonder betekening, dan wel EUR 263,- in het geval van betekening, een en ander te voldoen binnen veertien dagen na dagtekening van het arrest, en – voor het geval voldoening van de (na-)kosten niet binnen die termijn plaatsvindt – te vermeerderen met de wettelijke rente over de (na-)kosten te rekenen vanaf veertien dagen na dagtekening van het arrest, dan wel, voor zover het gaat om de kosten van betekening van het arrest, vanaf veertien dagen na die betekening,  
een en ander uitvoerbaar bij voorraad.”

5.7. Het hof begrijpt dat de conclusie van Open Pass strekt tot bekrachtiging van het bestreden vonnis.

*6. Beoordeling*

*In beide zaken*

*De sanctieregeling en de verkoop van MidCo*

6.1. Bij de beoordeling van de grieven in beide zaken stelt het hof het volgende voorop. Voor zover de grieven in beide zaken dezelfde onderwerpen betreffen, geldt wat hieronder ten aanzien van SBK c.s. wordt overwogen ook voor [appellant 2].

6.2. Zoals vermeld onder 3.13 vond op 12 januari 2023 een vergadering van certificaathouders plaats. Op die vergadering stond goedkeuring van wijziging van de administratievoorwaarden en van de statuten van Fortenova STAK op de agenda. De voorgestelde wijzigingen hadden betrekking op de wijziging van de *governance* van Fortenova c.s. SBK is niet tot de vergadering en tot stemming over de voorstellen toegelaten, in verband met haar positie als gesanctioneerde certificaathouder. Over de vraag of het bestuur van Fortenova STAK de toelating van SBK tot die vergadering en de uitoefening van haar stemrecht had mogen weigeren is (en wordt) geprocedeerd, onder meer bij dit hof en de Hoge Raad (zie 3.12). In zijn arrest in kort geding van 19 december 2022 achtte dit hof voorshands voldoende aannemelijk dat de sanctieregels in de weg stonden aan toelating van SBK tot de vergadering van certificaathouders en tot uitoefening van haar stemrechten. Naar het oordeel van het hof was de weigering van Fortenova STAK dan ook in overeenstemming met haar verplichting de sanctieregels na te leven en handelde Fortenova STAK door het naleven van de sanctieregels niet in strijd met de redelijkheid of billijkheid die zij jegens de certificaathouders in acht moet nemen. In het cassatieberoep tegen dit arrest was de Hoge Raad in zijn tussenarrest van 19 april 2024 echter van oordeel dat de tekst en de context van art. 1, aanhef en onder f, Verordening 269/2014 ruimte laten voor redelijke twijfel over het antwoord op de vraag of de vergader- en stemrechten die zijn verbonden aan (certificaten van) aandelen die toebehoren aan een gesanctioneerde persoon of entiteit zijn bevroren, en zo ja, of die bevroering volledig is of dat de mogelijkheid om de vergader- en stemrechten uit te oefenen afhankelijk is van bepaalde omstandigheden, zoals de aard of inhoud van het geagendeerde besluit en het standpunt daarover van de gesanctioneerde houder van de (certificaten van) aandelen. De Hoge Raad sprak derhalve het voor-

nemen uit prejudiciële vragen te stellen aan het HvJEU en verwees de zaak naar de rol om partijen in de gelegenheid te stellen te reageren op de door hem geformuleerde vragen. Bij een volgend tussenarrest van 21 juni 2024 heeft de Hoge Raad vragen van uitleg gesteld (zie hieronder bij 6.4).

6.3. Art. 2 lid 1 Verordening 269/2014 luidt:

“Alle tegoeden en economische middelen die toebehoren aan, eigendom zijn, in het bezit zijn of onder zeggenschap staan van alle in bijlage I vermelde natuurlijke personen, of met hen verbonden natuurlijke personen of rechtspersonen, entiteiten of lichamen, worden bevroren.”

Art. 1, aanhef en onder f en g, Verordening 269/2014 houdt onder meer in:

“Voor de toepassing van deze verordening wordt verstaan onder:

(...)

f) ‘bevriezing van tegoeden’: voorkoming van mutatie, overmaking, wijziging, gebruik of inzet van of omgang met tegoeden, op welke wijze ook, met als gevolg wijziging van hun omvang, bedrag, locatie, eigenaar, bezit, onderscheidende kenmerken, bestemming of andere wijzigingen waardoor het gebruik van bedoelde tegoeden, inclusief het beheer van een beleggingsportefeuille, mogelijk wordt gemaakt;

g) ‘tegoeden’: financiële activa en voordelen van nigerlei aard, met inbegrip van, maar niet beperkt tot:

(...)

iii) in het openbaar en onderhands verhandelde waardepapieren en schuldbewijzen, met inbegrip van aandelen, certificaten van waardepapieren, obligaties, promesses, warrants, schuldbekentnissen en derivatencontracten;

(...).”

6.4. De door de Hoge Raad gestelde vragen van uitleg komen, kort gezegd, op het volgende neer. De eerste vraag houdt in of “bevriezing van tegoeden” in de zin van art. 1, aanhef en onder f, Verordening 269/2014 aldus moet worden uitgelegd dat de aan certificaten van aandelen van gesanctioneerde certificaathouders verbonden vergaderen stemrechten niet kunnen worden uitgeoefend, in elk geval zolang dat niet leidt tot disproportionele schade voor de desbetreffende certificaathouder. De tweede vraag stelt aan de orde of het voor het antwoord op vraag 1 verschil maakt of in het concrete geval, mede gelet op de aard en inhoud van het geagendeerde besluit en het standpunt daarover van de desbetreffende certificaat-

houder, uitoefening van de vergader- en stemrechten kan leiden tot mutatie, overmaking, wijziging, gebruik of inzet van of omgang met tegoeden *et cetera*, in de zin van art. 1, aanhef en onder f, Verordening 269/2014.

Deze vragen zijn gesteld naar aanleiding van de stemming die heeft plaatsgevonden over de wijzigingen van de *governance*. De vragen zijn echter algemeen geformuleerd.

6.5. Anders dan SBK c.s. ter zitting van het hof heeft betoogd, brengt het oordeel van de Hoge Raad in het tussenarrest van 19 april 2024 (het tweede tussenarrest van 21 juni 2024 was toen nog niet gewezen, maar dit brengt geen fundamentele wijziging) niet mee dat daarmee het arrest van het hof van 19 december 2022 in wezen al materieel is vernietigd. Integendeel, dat er redelijke twijfel kan bestaan over de opvatting van het hof (welke opvatting van het hof is gedeeld door de OK en door de A-G in zijn conclusies voor het arrest van de Hoge Raad van 19 april 2024 en voor de beschikking van diezelfde datum, waarin het cassatieberoep tegen de beschikking van de OK is verworpen) laat onverlet dat die opvatting juist kan zijn. De argumenten die voor die opvatting spreken zijn in de diverse rechterlijke uitspraken belicht.

6.6. In dit kort geding heeft het hof zich, in het kader van de vraag of de verdere uitvoering van de verkoop van MidCo (alsnog) moet worden verboden, een voorlopig oordeel te vormen over de toelaatbaarheid van deze verkoop. In dat verband komt aan de orde hoe moet worden geoordeeld over de besluitvorming met betrekking tot deze verkoop. De door de Hoge Raad gestelde vragen zijn ook voor deze vraag van belang. De spoedeisendheid van de zaak laat echter niet toe af te wachten tot de antwoorden op de door de Hoge Raad gestelde vragen zijn verkregen, zoals hierna zal blijken. De beslissing van het Gerecht over de status van SBK kan evenmin worden afgewacht. Het hof zal daarom een eigen voorlopig oordeel geven over de vraag hoe de omstrede bepaling in Verordening 269/2014 in relatie tot de besluitvorming over de verkoop van MidCo moet worden begrepen. De opvatting van SBK c.s., dat uitgangspunt dient te zijn dat SBK haar rechten kan uitoefenen zo lang niet zeker is dat het anders is, deelt het hof niet. Het hof zal voorts uitgaan van de huidige status van SBK als gesanctioneerde rechtspersoon. Er is op dit moment geen aanleiding van een ander uitgangspunt uit te gaan.

6.7. Naar het oordeel van het hof leidt de bevestiging van de tegoeden van SBK als gesanctioneerde rechtspersoon er in ieder geval toe dat zij haar vergader- en stemrechten niet kan uitoefenen in geval van een voorgenomen besluit dat een wijziging van tegoeden mogelijk maakt als bedoeld in de sanctieregeling. Dat brengt mee dat het stemrecht van SBK in de visie van het hof in ieder geval is bevroren waar het gaat om de besluitvorming over de verkoop van MidCo. Dat SBK tegen de verkoop had willen stemmen, zoals zij heeft aangevoerd, doet daaraan niet af. De uitleg van SBK c.s. dat steeds afhankelijk van het standpunt van de desbetreffende certificaathouder over het geagendeerde besluit moet worden bepaald of stemrechten mogen worden uitgeoefend, doet afbreuk aan de beoogde duidelijkheid en effectiviteit van de sanctie als restrictieve maatregel. De stelling van SBK c.s. dat het bevroren van het stemrecht van SBK in dit concrete geval juist tot een wijziging leidt, te weten de verkoop van MidCo, maakt het voorgaande niet anders. Bovendien wordt het SBK toekomstige deel van de verkoopopbrengst op een geblokkeerde *escrow*-rekening gezet. Dit een en ander leidt het hof tot het voorlopig oordeel dat SBK haar vergader- en stemrechten niet kan uitoefenen met betrekking tot het voornemen tot verkoop van MidCo, ook als haar vergader- en stemrechten niet volledig zouden zijn bevroren. Dat geldt temeer nu, zoals hierna zal blijken, voorshands niet kan worden aangenomen dat het niet kunnen uitoefenen van het stemrecht met betrekking tot de verkoop van MidCo leidt tot disproportionele schade voor SBK c.s.

6.8. Inmiddels is, met toepassing van de gewijzigde *governance*-bepalingen, door de vergadering van certificaathouders op 19 december 2023 goedkeuring verleend aan de voorgenomen verkoop van de aandelen MidCo aan BidCo (zie 3.42). Vrijwel alle aanwezige certificaathouders hebben voor die verkoop gestemd. Het hof neemt tot uitgangspunt dat, ook als de ongewijzigde *governance*-bepalingen nog van kracht zouden zijn, de verkoop uiteindelijk zou zijn goedgekeurd omdat zou gelden, zoals hiervoor toegelicht, dat de vergader- en stemrechten van SBK op grond van de sanctieregeling in elk geval met betrekking tot dit onderwerp zijn bevroren. Uitgangspunt is derhalve dat Fortenova c.s. in beginsel rechtsgeldig heeft kunnen besluiten tot verkoop van de aandelen in MidCo. Dat neemt echter niet

weg dat Fortenova c.s. bij (de voorbereiding en uitvoering van) dit besluit rekening heeft moeten houden met de belangen van SBK en jegens SBK de eisen van redelijkheid en billijkheid in acht heeft te nemen. SBK c.s. heeft aangevoerd dat haar belangen door de verkoop nodeloos en onevenredig worden geschonden. Er is daardoor volgens haar ook sprake van disproportionele schade. Het hof overweegt als volgt.

#### *Het gevolg van de verkoop van MidCo voor SBK*

6.9. Zoals hiervoor al staat vermeld onder 3.1 gaat het bij de onderneming van Fortenova Grupa, indirect belichaamd in de aandelen MidCo, om een zeer grote onderneming. Fortenova Grupa, gevestigd te [plaats], Kroatië, is in 2018 voortgekomen uit herstructurering en doorstart van de Kroatische Agrokor-groep, actief in detailhandel, voedselproductie en landbouw, die in 2017 in financiële problemen is gekomen. De onderneming van Fortenova Grupa is een van de grootste bedrijven van Zuidoost-Europa, heeft circa 47.000 werknemers en een jaaromzet van meer dan € 5 miljard.

6.10. De verkoop van de aandelen MidCo aan BidCo heeft tot gevolg dat de certificaten van SBK niet langer een belang in de onderneming van Fortenova Grupa vertegenwoordigen, maar nog slechts aanspraak geven op een met haar certificatenbelang corresponderend deel van de koopprijs (na aftrek van bepaalde lasten en kosten). De gevolgen van de transactie zijn derhalve ingrijpend voor SBK. De verkoop van MidCo moet worden gezien in de context van de sanctiemaatregelen die voor SBK zijn gaan gelden en die naar stelling van Fortenova c.s. de aan haar verbonden onderneming ernstig negatief beïnvloeden.

#### *Is de verkoop van MidCo noodzakelijk?*

6.11. SBK c.s. heeft het volgende aangevoerd. De transactie is niet nodig omdat onvoldoende is gebleken dat Fortenova c.s., anders dan op beperkte schaal en voorbijgaand, daadwerkelijk problemen ondervond en ondervindt van SBK's aanbliven als certificaathouder. Bovendien valt niet in te zien dat de huidige financier van Fortenova, HPS (zie 3.15), de financiering niet zal verlengen, omdat HPS gunstige voorwaarden kan bedingen en voldoende zekerheden heeft. Gebrek aan financiering zal ook niet leiden tot de ondergang van Fortenova, hooguit van de holdingvehikels Fortenova STAK en TopCo. Executie van de zekerhe-

den door HPS zal geen directe gevolgen hebben voor Fortenova Grupa en haar onderneming. Fortenova c.s. kan de uitspraken van de Hoge Raad en het Gerecht afwachten en in de tussentijd beginnen met het zetten van stappen ter verkrijging van de benodigde financiering. Fortenova c.s. heeft de stellingen van SBK c.s. betwist.

6.12. Het hof is van oordeel dat, gelet op het cruciale belang van financiering van het concern, van Fortenova c.s. niet gevergd kan worden met de voortgang van de transactie te wachten tot de uitspraken van de Hoge Raad en het Gerecht. Fortenova c.s. heeft aangevoerd dat andere financiers dan HPS in ieder geval niet beschikbaar zijn zo lang SBK onderdeel blijft uitmaken van de structuur. Zij heeft verwezen naar haar in eerste aanleg overgelegde overzicht van herfinancieringspogingen tot 13 april 2023 en naar de overgelegde verklaring van [naam 4] van 11 juni 2024, waarin [naam 4] verklaart dat banken, andere financiële instellingen, *rating agencies* et cetera onwilling zijn met Fortenova in zee te gaan zo lang gesanctioneerde personen deel uitmaken van haar kapitaalstructuur. In eerste aanleg heeft Fortenova c.s. e-mails van UniCredit en [naam 8] van februari 2023 overgelegd en in hoger beroep een e-mail van [naam 9] van mei 2024. Ter zitting van het hof heeft de advocaat van Fortenova c.s. een recente e-mail voorgelezen van UniCredit en hebben [naam 4] en [naam 10], general counsel van Fortenova, de situatie nog nader toegelicht. [naam 10] heeft toegelicht dat Fortenova een intermediair heeft ingeschakeld die contact heeft gelegd met een groot aantal potentiële financiers, zowel internationale banken als banken die in de regio actief zijn. De stand van zaken is dat er nog geen bindende voorstellen zijn, maar dat door financiers wordt gewacht op de wijziging van de structuur, aldus [naam 10] ter zitting. Dit vindt ook bevestiging in de passage in de door PwC gecontroleerde jaarrekening 2023 die betrekking heeft op *Refinancing post november 2024* luidend: “It is expected that completion of a refinancing transaction will be subject to several conditions, including closing of the transaction between [TopCo] als the seller and [BidCo] as the buyer of 100% share of [MidCo].” (p. 9). Fortenova c.s. heeft in dit verband ook nog gewezen op uitlatingen die [appellant 2] – adviseur van [appellant 1] en in het verleden *non-executive* bestuurder bij Fortenova Grupa – in een Kroatische televisie-uitzending heeft gedaan en waar hij als zijn

mening geeft dat zo lang onder meer de eigendomsverhoudingen niet zijn geregeld, niemand een financiering van meer dan een miljard euro aan Fortenova zal verschaffen. In het dossier bevinden zich voorts e-mails van de *rating agencies* Fitch en S&P van februari 2024, waaruit blijkt dat de betrokkenheid van SBK een obstakel vormt voor het verkrijgen van de voor toegang tot de obligatiemarkt gewenste *ratings*.

6.13. Het hof acht op basis van het voorgaande, mede in het licht van de bijzondere gevoeligheid van de materie, voldoende aannemelijk dat banken, andere financiers en *rating agencies* zich door de omstandigheid dat het kapitaal van Fortenova deels wordt verschaft door een gesanctioneerde certificaathouder laten weerhouden relaties met Fortenova c.s. aan te gaan. Zonder meer plausibel is dat dergelijke instellingen het als onnodig risicovol beschouwen geassocieerd te worden met gesanctioneerde partijen.

6.14. SBK c.s. heeft ter zitting van het hof gewezen op een andere passage die herhaaldelijk voorkomt in de jaarrekening 2023, onder *Conclusion* bij het onderwerp *Going concern*: “The closing of the [MidCo] sale transaction and resulting change in shareholder structure is an important prerequisite for a number of the refinancing routes currently pursued by the Group”. Deze passage wijst volgens SBK c.s. op het bestaan van alternatieve mogelijkheden. In samenhang gelezen met de hiervoor onder 6.12 geciteerde passage volgt het hof dat niet. Niet valt aan te nemen dat Fortenova hiermee iets anders heeft willen zeggen dan eerder in de tekst staat vermeld. Concrete aanwijzingen dat financiering in feite niet problematisch is als de structuur ongewijzigd blijft, zijn er bovendien niet.

6.15. Dat betekent dat, bij het niet doorgaan van de transactie, Fortenova c.s. naar alle waarschijnlijkheid zal zijn aangewezen op HPS. Ter zitting van het hof heeft Fortenova c.s. verklaard dat HPS de kaarten tegen de borst houdt. Aanvankelijk liet HPS weten de financiering in het geheel niet te willen verlengen. Weliswaar heeft HPS een *matching right* bedongen als Fortenova c.s. aanbiedingen zou krijgen van een andere financier, maar zij heeft zich nergens op vastgelegd. HPS wacht af, aldus Fortenova c.s. SBK c.s. veronderstelt dat HPS waarschijnlijk wel weer zal financieren, maar het hof constateert dat dit gezinszins vaststaat. Naar het oordeel van het hof is dit te speculatief om als uitgangspunt te kunnen dienen. Daarbij

komt dat niet valt te beoordelen of, als HPS inderdaad bereid is de financiering te verlengen, de financiële voorwaarden die zij in dat geval zal bedingen voor Fortenova c.s. in redelijkheid zijn op te brengen. Dat financiering door HPS onevenredig kostbaar is, is niet betwist. Illustratief zijn de uitingen van [appellant 2] in het hiervoor genoemde televisie-interview waar Fortenova c.s. op wijst, waarin [appellant 2] stelt dat de kosten van HPS niet duurzaam door Fortenova c.s. kunnen worden gedragen en HPS in haar eigen belang meedogenloos gebruik maakt van de situatie.

6.16. Dat een eventuele niet-verlenging en uitwinning door HPS van haar zekerheden voor de onderneming van Fortenova niet desastreus zal zijn, is een inschatting van SBK c.s. die het hof niet volgt. Fortenova c.s. heeft gewezen op de omvangrijke zekerheidspositie die HPS heeft afgedwongen, die meer omvat dan de aandelen die TopCo houdt in MidCo en zich ook uitstrekt tot vastgoed, *intercompany*-vorderingen en IE-rechten, en waartoe ook *cross default* bepalingen in financieringen van operationele Fortenova-vennootschappen behoren. Het hof acht aannemelijk dat de Fortenova-groep in geval van uitwinning van zekerheden door HPS in een situatie komt te verkeren waarvan de ernst en impact niet is te overzien. SBK c.s. heeft aangevoerd dat uitwinning van afzonderlijke zekerheden geen reëel scenario is en geen rechter zou toestaan dat op grote schaal mensen worden ontslagen of supermarkten moeten sluiten. Zij wijst op verwacht overheidsingrijpen dat dan zal plaatsvinden, mede op grond van de in verband met de problemen bij de Agrokor-groep destijds in Kroatië aangenomen Wet Agrikor. Wat hiervan zij, indien het komt tot uitwinning van zekerheden verliest Fortenova c.s. de regie en een executiescenario zal hoe dan ook negatief voor haar uitwerken. Het belang van de crediteuren zal dan voorop komen te staan.

6.17. In hoeverre Fortenova ook op ander vlak dan bij de financiering ernstige belemmeringen heeft ondervonden en ondervindt door het aanblijven van SBK als certificaathouder, kan verder in het midden blijven. Fortenova c.s. heeft overigens voldoende toegelicht dat zij in de omgang met haar zakelijke partners en dienstverleners nog steeds hinder ondervindt van het aanblijven van SBK als gesanctioneerde certificaathouder.

6.18. Volgens SBK c.s. zijn er andere mogelijkheden dan de verkoop van MidCo aan BidCo. Zij

heeft gewezen op de mogelijkheid van *ringfencing*, een constructie waarbij SBK niet langer direct invloed kan uitoefenen. Ter zitting heeft zij gewezen op het voorbeeld van VTB die op afstand van haar gesanctioneerde moedervennootschap is geplaatst en als gevolg daarvan naar stelling van SBK c.s. onder de sanctieregels van de EU en de VS zelf niet langer als gesanctioneerde persoon wordt beschouwd. Volgens SBK c.s. kan *ringfencing* ook in het geval van SBK werken, door het stemrecht op haar certificaten door een onafhankelijk persoon te laten uitoefenen.

6.19. Het hof is voorshands van oordeel dat onvoldoende is gewaarborgd dat de voorgestelde *ringfencing* een afdoende oplossing voor de problemen zal zijn. SBK als certificaathouder blijft *de facto* immers voor een aanzienlijk deel (41,82%) kapitaalverschaffer en, zoals SBK c.s. ook zelf onderkent, gaat het ten dele ook om de perceptie van leveranciers, dienstverleners en financiers. Het risico dat die perceptie niet wordt doorbroken door een constructie waarbij SBK materieel gezien blijvend betrokken blijft, is te groot. Overigens hebben ook [naam 5] en [naam 6] deze potentiële oplossing al onderzocht en niet zinnig bevonden, zoals volgt uit hun overgelegde verklaring van 11 december 2023 onder 9. Zij vermelden dat het kernprobleem is dat de markt simpelweg geen zaken wil doen met gesanctioneerde partijen, ook niet indirect, en dat dit probleem daarmee niet aangepakt wordt. De vergelijking die SBK c.s. maakt met VTB gaat bovendien niet op. Zoals ter zitting van het hof door (met name) Open Pass toegelicht, gaat het bij die vennootschap om een Duitse dochter van de Russische VTB Bank (PJSC), die geliquideerd wordt. Dit gebeurt onder leiding van een *liquidator* en onder toezicht van de Duitse toezichthouder BaFin. De *ringfencing* van VTB heeft in dat specifieke kader plaatsgevonden. Anders dan VTB, bevindt SBK zich niet in een liquidatiescenario terwijl zij ook, anders dan een bank, niet onder streng gereguleerd toezicht staat.

6.20. SBK c.s. heeft ten slotte aangevoerd dat, als verkoop is aangewezen, Fortenova c.s. moet ingaan op het bod van de UBO van SBK, [appellant 1] (zie 3.38), dat [appellant 1] bij brief van 7 juni 2024 heeft herhaald en verlengd tot oktober 2024.

6.21. Dat Fortenova c.s. niet is ingegaan op het bod van [appellant 1] kan haar niet worden tegengeworpen. Reeds de constatering dat [appellant 1]



niet de door Fortenova c.s. verzochte KYC-informatie heeft verschaft en ook niet heeft willen verschaffen, is hiervoor voldoende. SBK c.s. voert aan dat Fortenova c.s. overvraagt, maar evenals de voorzieningenrechter acht ook het hof vanzelfsprekend dat informatie over de overname van SBK door [appellant 1] relevant is in het kader van het door haar uit te voeren onderzoek. Fortenova c.s. heeft er daarbij op gewezen dat zowel de Verenigde Arabische Emiraten ([appellant 1]) als Rusland (SBK) zijn geïdentificeerd als hoogrisicolanden en waakzaamheid te meer is geïndiceerd nu de Raad heeft geoordeeld dat Sberbank zeggenschap over SBK behoudt, ondanks de overdracht van haar aandelen aan [appellant 1]. Bij het vorenstaande komt dat te ongewis is gebleven of Swan Energy, die zich in het kader van het door [appellant 1] uitgebrachte bod als potentiële financier heeft gemeld, een partij is die daadwerkelijk bereid en in staat is tot de benodigde financiering. Overgelegd zijn de brieven van Swan Energy van 28 november 2023 en 14 juni 2024 en de brief 7 juni 2024 van D. Markušić, advocaat in Zagreb, namens [appellant 1] met enige algemene informatie. In de brief van 28 november 2023 wordt gesproken over “a substantial offer for both the equity position, and, if necessary, also of or the debt position (...)”. In de brief van 14 juni 2023 staat dat Swan Energy bereid is te financieren tot een bedrag van € 680 miljoen (terwijl het bod van [appellant 1] hoger is, namelijk € 800 miljoen). Op grond van de overgelegde stukken zijn er onvoldoende aanwijzingen dat financiering door Swan Energy een reëel alternatief zou kunnen zijn.

6.22. Al het vorenstaande leidt tot de slotsom dat voldoende aannemelijk is dat het niet doorgaan van de verkoop van de aandelen MidCo aan BidCo de onderneming van Fortenova c.s. in een onaanvaardbare onzekerheid stort, waarbij haar continuïteit op het spel komt te staan. Dat betekent dat bij de huidige stand van zaken er voorshands vanuit moet worden gegaan dat het doorgaan van de verkoop van MidCo aan BidCo in het belang van Fortenova c.s. en haar stakeholders noodzakelijk is. Overigens heeft Open Pass ter zitting in hoger beroep toegelicht dat een transactie als deze niet zo maar kan worden opgeschort. De voorbereiding en timing van zo'n transactie is een gecompliceerd proces en reeds verleende goedkeuringen van autoriteiten zijn niet onbeperkt geldig en ook de financiering er-

van is niet onbeperkt mogelijk, aldus de toelichting van Open Pass. Deze toelichting komt het hof voorshands aannemelijk voor.

6.23. SBK c.s. heeft er nog op gewezen dat de transactie is gesloten met Open Pass, een grote certificaathouder, waarvan de Kroatische zakenman [naam 3] de belangrijkste belanghebbende is. SBK c.s., en met name ook [appellant 2] (zie 6.66 hierna), hebben ernstige bedenkingen geuit ten aanzien van de persoon van [naam 3]. Wat hiervan zij, nu niet is gebleken dat de betrokkenheid van deze persoon als zodanig al een negatief effect heeft op de onderneming van Fortenova c.s., gaat het hof hier verder in dit opzicht aan voorbij. Voorts heeft SBK c.s. aangevoerd dat [naam 4], in het nadeel van Fortenova, Open Pass “lijkt” te bevoordelen, onder meer door de uitoefening van een optierecht van Fortenova op percelen achterwege te laten, maar dit is bij een suggestie gebleven.

#### *De verkoopprijis*

6.24. SBK c.s. heeft aangevoerd dat de beoogde koopsom van € 500 tot € 660 miljoen veel te laag is. In dit verband is in de eerste plaats van belang of de wijze van totstandkoming van de transactie en de prijsbepaling deugdelijk is geweest.

6.25. Wat hier tot extra waakzaamheid noopt, is het tegenstrijdig belang/de belangenverstrengeling aan de kant van Open Pass, zoals ook de voorzieningenrechter onder ogen heeft gezien. In verband met de effectuering van de transactie zijn Iter STAK en BidCo opgericht en kunnen de bestaande niet gesanctioneerde certificaathouders deelnemen in de nieuwe vennootschap. Open Pass zal na de verkoop (veruit) de grootste certificaathouder worden. Open Pass garandeert ook de liquiditeit van BidCo, die bij de MidCo Sale de koper zal zijn. [naam 3] is de grootste aandeelhouder van Open Pass. [naam 3] doet via door hem beheerste vennootschappen zaken met Fortenova Grupa en haar dochtervennootschappen. Evenals [naam 2], die ook aandeelhouder is van Open Pass, is [naam 3] tevens bestuurder (officieel *non executive*, zoals op zichzelf niet is weersproken) van Fortenova Grupa. [naam 2] is ook bestuurder van Open Pass en was, tot 6 juni 2023, bestuurder A van TopCo, MidCo en HoldCo.

6.26. In verband met de vorenbedoelde belangenconflicten zijn een aantal maatregelen getroffen. Fortenova c.s. heeft dit als volgt, samengevat, toegelicht. Zij is in april 2023 op zoek gegaan naar

een onafhankelijk bestuurder voor TopCo. [naam 5] en [naam 6] zijn, zoals uit hun verklaring blijkt, begin mei 2023 benaderd voor deze rol. Vanaf 10 juni 2023 tot het moment van formele benoeming, traden zij reeds op als onafhankelijke adviseurs (*independent monitoring counsel*) van TopCo. [naam 2] en Open Pass zijn niet betrokken geweest bij de besluitvorming rond de benoeming of de selectie van deze bestuurders. [naam 2] is op 6 juni 2023 geheel afgetreden als bestuurder van TopCo, MidCo en HoldCo en is op 15 juni 2023 in die hoedanigheid opgevolgd door [naam 4]. De benoeming van de onafhankelijke bestuurders is goedgekeurd door de DR-holders op 27 juni 2023. In de notulen van die vergadering wordt gewezen op de onafhankelijke rol die beide bestuurders zullen innemen binnen het verkoopproces van MidCo. De officiële benoeming van [naam 6] en [naam 5] vond plaats op 20 juli 2023, aldus steeds Fortenova c.s. Hier heeft SBK c.s. onvoldoende tegenovergesteld.

6.27. [naam 5] en [naam 6] zijn, als gezegd, als onafhankelijke bestuurders van TopCo aangesteld. Zij hebben toezicht gehouden op het verkoopproces en de onderhandelingen gevoerd met Open Pass ([naam 3] en [naam 2]). [naam 5] en [naam 6] hebben ten behoeve van de minderheidscertificaathouders twee clausules uitonderhandeld (de AEP en de CVR, zie 3.25), die onder bepaalde voorwaarden voorzien in een nabetaling (met een waarde van maximaal € 160 miljoen) aan certificaathouders die niet meegaan ("doorrollen") naar de nieuwe structuur. SBK c.s. heeft over deze bepalingen aangevoerd dat zij in de praktijk niet tot een nabetaling zullen leiden. Het hof volgt SBK c.s. daarin niet. Fortenova c.s. heeft gemotiveerd toegelicht dat de nabetaling onder de CVR-bepaling is opgedeeld in drie tranches, waarbij de eerste en de tweede tranche met een waarde van in totaal € 100 miljoen betaalbaar worden indien tijdige herfinanciering plaatsvindt op nader aangeduide voorwaarden. SBK c.s. heeft niet gesteld dat die voorwaarden niet reëel of onhaalbaar zouden zijn, terwijl zij wel erkent dat de onderneming zonder herfinanciering niet kan voortbestaan. De betaling van de derde tranche is, kort gezegd, afhankelijk van de financiële prestaties van de onderneming. Fortenova c.s. heeft daarover voldoende gemotiveerd toegelicht dat het realistisch is te verwachten dat in elk geval een deel van deze tranche betaalbaar zal worden.

6.28. In verband met de verkoopprijs zijn drie deskundigen ingeschakeld, Lazard, Houlihan Lokey en KPMG (zie 3.31, 3.32 en 3.33). Lazard heeft een waarderingsanalyse gemaakt en een waardering gegeven, Houlihan Lokey heeft een *fairness opinion* gegeven en KPMG heeft een uitgebreid waarderingsrapport opgesteld. De overeengekomen verkoopprijs valt binnen de bandbreedte van de waarderingsrapporten van Lazard en Houlihan Lokey en van de waardering van KPMG wanneer wordt uitgegaan van een *financial distress* scenario.

6.29. Het hof overweegt dat in geval van belangenconflicten als in casu, van groot belang is dat onafhankelijke derden zijn ingeschakeld. De hiervoor vermelde maatregelen zijn op zichzelf geschikt om aan de bezwaren die samenhangen met een dergelijk conflict tegemoet te komen. Dat [naam 5] en [naam 6] niet geheel onafhankelijk zouden zijn, heeft SBK c.s. gesuggereerd, maar enige concrete aanwijzing daarvoor is niet gegeven. Ook dat [naam 3] degene is die in werkelijkheid bij de verkoop en prijsbepaling aan de touwtjes trekt, is bij een suggestie gebleven. Ter zitting van het hof is er bovendien nog op gewezen dat Open Pass in eerste instantie zelf niet voor de transactie heeft gekozen. Daarnaast heeft Open Pass ingestemd met de instelling van een SteerCo en andere maatregelen ter bescherming van de kleinere certificaathouders.

6.30. SBK c.s. heeft aangevoerd dat KPMG geen onafhankelijke deskundige is aangezien een forensisch rapport van KPMG Kroatië met betrekking tot verduistering van Agrokor gelden in een procedure buiten beschouwing is gelaten wegens de vele belangenconflicten tussen KPMG en Fortenova sinds 2017. Fortenova c.s. heeft gemotiveerd weersproken dat dit voor het onderhavige waarderingsrapport van belang is. Hiertegenover heeft SBK niet nader toegelicht waar in het onderhavige geval het belangenconflict precies in zit en op welke wijze dit invloed heeft gehad op het waarderingsrapport. Er zijn derhalve onvoldoende aanwijzingen dat KPMG hier niet als onafhankelijke deskundige kan gelden.

6.31. Slotsom is derhalve dat de wijze van totstandkoming van de koopovereenkomst en de prijsbepaling niet wijst op veronachtzaming van de belangen van SBK. Daarmee resteert de vraag of de verkoopprijs voorshands geen redelijke prijs kan worden geacht. Daarbij is het aan SBK c.s. om aannemelijk te maken dat het bod van Open Pass

niet een *faire* prijs oplevert. In dat verband speelt een rol in hoeverre SBK heeft kunnen beschikken over de aan de kooprijksbepaling ten grondslag liggende informatie.

6.32. Met betrekking tot dit laatste punt heeft de discussie tussen partijen zich toegespitst op het businessplan 2023. Dit businessplan is opgesteld door Fortenova Grupa en is niet aan SBK verstrekt, maar het ligt wel (in ieder geval in belangrijke mate) ten grondslag aan de uitgevoerde waarderungen. Volgens SBK c.s. is het businessplan gemanipuleerd; zij voert aan dat het businessplan niet is gevalideerd en vlak voor de waarderungen drastisch is verlaagd. Haar klacht is ook dat het businessplan niet aansluit bij de actuele cijfers en werkelijke ontwikkelingen binnen Fortenova en dat het businessplan in het bijzonder voor de jaren 2025-2027 iedere onderbouwing mist. Volgens haar is de totstandkoming van het businessplan beïnvloed door [naam 3]. Dat de waarderungen van de deskundigen op zichzelf deugdelijk zijn uitgevoerd betwist zij ook, maar zij richt haar kritiek met name op de gegevens waarvan is uitgegaan. Ter onderbouwing van haar stellingen heeft zij twee rapporten overgelegd van de Berkeley Research Group (BRG) van 14 december 2023 respectievelijk 26 maart 2024, waarin de slotconclusie is dat de rapporten van Lazard, Houlihan Lokey en KPMG onvoldoende aantonen dat de transactieprijs gerechtvaardigd of *fair* is. Fortenova c.s. heeft de stellingen van SBK en de rapporten van BRG betwist en harerzijds een verklaring overgelegd van 11 juni 2024 van [naam 4] en [naam 11] (CFO van Fortenova Grupa) en een akte van constatering van 8 mei 2024 van een gerechtsdeurwaarder. [naam 4] en [naam 11] geven een beschrijving van de wijze van totstandkoming van het businessplan en gaan in op (i) de elementen die een negatieve invloed hebben gehad op de verwachte *cash flow* en (ii) de rapporten van BRG. Volgens [naam 4] en [naam 11] bevatten de rapporten van BRG ongefundeerde aantijgingen. In de akte van constatering van de deurwaarder wordt ingegaan op een rapport van een niet bij naam genoemd extern financieel adviesbureau te Londen dat betrekking heeft op de totstandkoming van het businessplan. De deurwaarder heeft dat rapport gelezen en vermeldt dat het doel van dat rapport was te adviseren en bijstand te bieden in het budgetteringsproces van de Fortenova-groep. In de akte van de deurwaarder wordt uit het rapport geciteerd; in het citaat is vermeld wat

het Londense adviesbureau heeft gedaan om de deugdelijkheid van het budgetteringsproces te beoordelen. De conclusie van het adviesbureau was dat het budget is ontwikkeld conform een gestandaardiseerd en zich herhalend proces zoals valt te verwachten van een onderneming van de aard en omvang als Fortenova. Volgens Fortenova c.s. is uitgesloten dat het businessplan is gemanipuleerd op een wijze zoals door SBK c.s. wordt verondersteld. Open Pass heeft zich hierbij aangesloten.

6.33. Ook al is het businessplan zelf niet overgelegd en zijn er de nodige vraagtekens te plaatsen bij het overleggen van enkel een akte van constatering ter zake van een rapport van een “niet bij naam genoemd extern financieel adviesbureau te Londen”, uit de waarderingsrapporten blijkt voldoende duidelijk wat de uitgangspunten van het businessplan waren. SBK c.s. is dan ook in staat geweest gemotiveerd kritiek te leveren op die uitgangspunten. Het bezwaar dat het businessplan niet ter beschikking is gesteld, wordt daarom verworpen, evenals het betoog dat onder de omstandigheden van dit geval het bestuur van TopCo ter bescherming van de minderheidscertificaathouders op zijn minst het businessplan zelfstandig had moeten toetsen (of daartoe een deskundige opdracht had moeten geven).

6.34. Fortenova c.s. heeft in reactie op de kritiek van SBK c.s. toegelicht dat de aanwezigheid van de gesanctioneerde certificaathouders en een aantal verslechterde marktomstandigheden een negatief effect hebben gehad. Dat het businessplan naar beneden is bijgesteld had volgens haar te maken met onder meer de volgende factoren. Zij wijst erop dat de EBITDA van de Fortenova-groep in de eerste negen maanden van 2023 is gedaald met 21% ten opzichte van 2022, met als belangrijkste oorzaken hogere arbeidskosten, hogere energiekosten en lagere verkoopprijzen voor gewassen. Factoren die zich volgens haar bij alle bedrijven in de regio Oost-Europa en wereldwijd voordoen. Specifiek voor de landen waar de Fortenova-groep actief is, heeft zij te maken met een versnelde, permanente stijging van de arbeidskosten; het wettelijk voorgeschreven minimumsalaris in Kroatië zal in 2024 stijgen met 20% (na een stijging van 13% in 2023) en in Servië met 17%. De stijging van de EURIBOR leidt eveneens tot een lagere waardering van het eigen vermogen, de Fortenova-groep wordt geconfronteerd met hogere financieringslasten dan oorspronkelijk voor-

speld (de afsluitprovisie van € 81 miljoen voor HPS en hogere rente dan een commercieel markt-conform tarief) en de vele juridische procedures die SBK c.s. geïnitieerd heeft, hebben een negatief effect op de waarde. Daarnaast waren er door het faillissement van Agrokor in 2018 beperkte mogelijkheden noodzakelijke kapitaaluitgaven en investeringsuitgaven (Capex) te doen. Onder meer moeten de supermarkten worden gemoderniseerd, hetgeen noodzakelijk is om de concurrentiepositie te behouden, aldus steeds Fortenova c.s. 6.35. Het hof is van oordeel dat er voorshands onvoldoende aanwijzingen zijn dat de koopprijs (mede gelet op de AEP en CVR-clausules) in de gegeven omstandigheden niet kan worden aangemerkt als een redelijke prijs. Fortenova c.s. is inhoudelijk ingegaan op de door SBK c.s. verwoorde bezwaren en zij heeft betwiste uitgangspunten uitgelegd. Haar onder 6.34 weergegeven toelichting komt het hof voorshands aannemelijk voor. Waar het gaat om het businessplan 2023, betreft het derhalve deels gesignaleerde algemene trends die tot het naar beneden bijstellen van het businessplan hebben geleid. Deze hebben betrekking op voor SBK c.s. verifieerbare marktontwikkelingen. Met betrekking tot deze ontwikkelingen valt in redelijkheid in te zien dat zij een negatieve invloed hebben op de parameters. Fortenova c.s. heeft voorts het totstandkomingsproces van het businessplan toegelicht door de verklaring van [naam 4] en [naam 11] en door middel van de hiervoor genoemde deurwaardersakte. De twijfels die SBK c.s., daartegenover heeft gesteld, zijn onvoldoende voor het voorshands oordeel dat de koopprijs (die uiteindelijk het resultaat is van onderhandelingen), in de gegeven omstandigheden niet redelijk is.

6.36. Afgezien van het voorgaande is naar het voorlopig oordeel van het hof het businessplan niet doorslaggevend voor de vraag of sprake is van een *faire* prijs. Op dit moment verkeert de onderneming van Fortenova in zwaar weer en de verkoop is noodzakelijk. Verder weegt mee dat SBK als gesanctioneerde certificaathouder in de structuur zit, met een niet te negeren belang van 41,82% waardoor er veel onrust is. Daarnaast is er de onzekerheid door de vele procedures waarin de onderneming betrokken is geraakt en de kosten die daarmee gepaard gaan. Er zijn geen concrete aanwijzingen dat een geschikte koper onder deze omstandigheden een hoger bedrag zal willen betalen dan het bod van Open Pass. De omstan-

digheid dat [appellant 1] een bod van € 800 miljoen heeft gedaan, acht het hof in dit opzicht van onvoldoende gewicht, alleen al omdat de financiering van dat bod onvoldoende gedocumenteerd is.

6.37. SBK c.s. heeft nog aangevoerd dat de waardering die uit het businessplan volgt, niet in verhouding staat tot de verkoop van de Fortenova-dochter Ledo in 2021, die voor € 615 miljoen is verkocht op basis van slechts 5,9% van de omzet en 19,7% van de EBITDA in 2021 van heel Fortenova. Hieraan kan echter zonder nadere gegevens onvoldoende betekenis worden toegekend voor de onderhavige zaak alleen al omdat de huidige omstandigheden anders zijn. Er is daarnaast niets bekend over de vooruitzichten van Ledo, de gebruikte waarderingmethode en de schuldpositie van Ledo.

6.38. Bij het vorenstaande merkt het hof nog op, zoals is vermeld hiervoor en onder 3.22, dat [appellant 2] zelf deel uitmaakte van een consortium dat een bod van € 700 miljoen heeft uitgebracht. Bij dit bod werd uitgegaan van herfinanciering van € 1,1 miljard in plaats van de € 1,2 miljard die de schuld aan HPS daadwerkelijk bedroeg. Dit bod wijkt niet in relevante mate af van de door Open Pass te betalen koopprijs die op kan lopen tot € 660 miljoen.

6.39. Daarnaast heeft op de tweede vergadering ruim 90% van de (niet gesanctioneerde) aanwezige certificaathouders, waarbij Open Pass niet is meegeteld, voor de MidCo Sale gestemd. Anders dan betoogd, kan niet worden aangenomen dat die minderheidscertificaathouders de dupe zijn van de verkoop van MidCo; zij hebben immers in grote meerderheid voor het voorstel gestemd. Naar Fortenova c.s. ter zitting van het hof heeft toegelicht, heeft ongeveer de helft van de minderheidscertificaathouders ervoor gekozen door te rollen naar de nieuwe structuur terwijl de andere helft (waaronder een aantal institutionele beleggers en, voor een deel van zijn certificaten: [appellant 2]) ervoor heeft gekozen zich te laten uitbetalen. Dit is een aanwijzing dat in elk geval een relevant deel van de minderheidscertificaathouders de geboden koopprijs aanvaardbaar vindt.

6.40. Vooralsnog kan derhalve niet worden aangenomen dat de koopprijs voor de aandelen MidCo onredelijk is of dat SBK c.s. onevenredig wordt benadeeld.

6.41. Het hof voegt hieraan nog het volgende toe. SBK heeft nog aangevoerd dat het concern inmid-

dels wordt uitgekleeft door verkoop van onderdelen. Ter zitting van het hof is gebleken dat een belangrijk onderdeel van Fortenova Grupa, de *Agri Unit*, op het punt staat verkocht te worden. Van uitkleden van het concern is echter geen sprake; het gaat om een in het kader van de financiering door HPS opgelegde verplichting en de opbrengst leidt tot vermindering van de schuld, zo heeft Fortenova c.s. ter zitting van het hof onbetwist toegelicht.

#### *Tussenconclusie*

6.42. Het hof komt op grond van het vorenstaande tot de slotsom dat de argumenten van SBK c.s. niet slagen. In het verlengde daarvan is het hof voorshands van oordeel dat niet kan worden geconstateerd dat (het bestuur van) Fortenova c.s. in strijd heeft gehandeld met haar uit artikel 2:8 BW lid 1 voortvloeiende zorgplicht. Dit impliceert hier tevens dat geen sprake is van schending van de zorgplichten die voortvloeien uit artikel 6:162 BW of van misbruik van bevoegdheid als bedoeld in artikel 3:13 BW. Disproportionele schade doet zich evenmin voor. Ten overvloede overweegt het hof nog als volgt. SBK c.s. heeft bezwaar tegen wat zij een *squeeze-out* noemt, te weten dat als gevolg van de MidCo Sale alle certificaathouders in de nieuwe structuur verplicht zullen zijn tot verkoop als Open Pass besluit tot verkoop. Aan dit bezwaar gaat het hof echter voorbij. SBK c.s. komt geen belang toe bij klachten over de positie van certificaathouders die zelf mogen beslissen of zij willen participeren in de nieuwe structuur.

#### *De belangen van Fortenova c.s. tegenover die van SBK c.s.*

6.43. Waar met betrekking tot de noodzaak van de verkoop en de redelijkheid van de koopprijs een voorlopig oordeel is gegeven dat ertoe leidt dat de verkoop doorgang kan vinden en dat de door SBK c.s. verzochte voorzieningen derhalve dienen te worden afgewezen, leidt een belangenafweging tot ditzelfde resultaat.

6.44. Aan de zijde van Fortenova c.s. is door het hof al gewezen op de omvang van de onderneming van Fortenova en haar belangrijke positie in Zuidoost Europa, waaronder als werkgever van tienduizenden werknemers. Het grote belang bij continuïteit van de onderneming – voor alle *stakeholders*, waaronder ook de certificaathouders – is evident en het daarmee samenhangende belang om serieus te nemen risico's te vermijden

voor de continuïteit weegt zeer zwaar. Daartegenover zijn de belangen van SBK c.s. van minder gewicht. Sberbank – en dus SBK – is louter als gevolg van het *settlement plan* met betrekking tot Agrokor certificaathouder geworden (zie 3.1 en 3.2). SBK heeft de certificaten pas in april 2022 overgedragen gekregen van Sberbank. Verder heeft SBK niets van doen met de onderneming. Niet ter discussie staat dat SBK geen andere activiteiten ontplooit dan het houden van belangen in de Fortenova-groep. Met andere woorden: haar belang was en is louter financieel, zoals SBK c.s. in haar memorie van grieven bevestigt.

6.45. Zoals Fortenova c.s. ter zitting van het hof heeft aangevoerd, kan het doorgaan van de transactie met een volgens SBK c.s. te lage prijs voor de certificaten, zich zo nodig oplossen in schadevergoeding. Voor Fortenova c.s. geldt dat het verbieden van de transactie een serieuze bedreiging kan zijn voor de continuïteit van de door haar gedreven onderneming. Discontinuïteit van de onderneming heeft verstrekkende gevolgen, een dergelijk scenario laat zich niet vertalen in een bedrag. Ter zitting van het hof is ook de eventuele verhaalspositie aan de orde gekomen. Mocht uiteindelijk blijken dat sprake is geweest van een normovertreding die tot schadeplichtigheid leidt, zijn er binnen het concern verhaalsmogelijkheden voor SBK c.s. te vinden, terwijl andersom de mogelijkheid van verhaal op SBK c.s. onvoldoende concreet is geworden.

6.46. Ten overvloede overweegt het hof nog het volgende.

6.47. Zoals reeds is uiteengezet onder 6.6-6.8 volgt het hof SBK c.s. niet in haar stelling dat uitgangspunt moet zijn dat SBK haar vergader- en stemrechten kon uitoefenen met betrekking tot de voorgenomen verkoop. Maar zelfs als dit anders zou zijn, is het hof van oordeel dat de vorderingen van SBK c.s. niet toewijsbaar zijn.

6.48. SBK c.s. heeft zich naar aanleiding van het eerste tussenarrest van de Hoge Raad ter zitting van het hof op het standpunt gesteld dat, ervan uitgaande dat indien SBK haar stemrecht kon uitoefenen, zij gebruik had gemaakt van het veto-recht dat zij op grond van de *corporate governance* had (zowel op grond van de oorspronkelijke als van de gewijzigde administratievoorwaarden). De enige uitzondering waarom de transactie volgens SBK c.s. desondanks zou mogen plaatsvinden, is als voldaan is aan de voorwaarden van noodzaak-financiering, te weten (i) dat een bepaalde

rechtshandeling noodzakelijk is, (ii) er geen reëel alternatief voorhanden is, (iii) een impasse binnen het relevante orgaan de rechtshandeling blokkeert en (v) rechterlijk ingrijpen daarom noodzakelijk is. Handhaving van de statuten moet naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zijn, aldus SBK c.s., onder verwijzing naar onder meer artikel 2:8 lid 2 BW. SBK c.s. betoogt dat waar voor het arrest van de Hoge Raad werd uitgegaan van een hoge drempel voor SBK c.s. (alleen ingrijpen in geval van disproportionele schade), er nu na het tussenarrest van de Hoge Raad, en uitgaande van haar stemgerechtigheid, een hoge drempel voor Fortenova c.s. geldt (alleen ingrijpen als handhaving van het vetorecht onaanvaardbaar zou zijn), waarbij het op de weg van Fortenova c.s. ligt aannemelijk te maken dat aan de daarvoor geldende vereisten is voldaan.

6.49. Naar het voorlopig oordeel van het hof is in het onderhavige geval, zelfs als veronderstellen-derwijs wordt aangenomen dat SBK haar vergader- en stemrechten kon uitoefenen, aan de door SBK c.s. bedoelde hoge onaanvaardbaarheidsdrempel voldaan. Uit het vorenstaande volgt dat aannemelijk is dat bij voortgang op de oude voet een reëel gevaar ontstaat voor financiële nood die de continuïteit van Fortenova c.s. in gevaar kan brengen. Geconstateerd is ook dat een reëel alternatief voor de transactie niet voorhanden is. Dan geldt dat naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is als SBK gebruik maakt van haar vetorecht. Hierboven is al ingegaan op de consequenties van de transactie voor SBK. Ook hier geldt weer dat de belangen van Fortenova c.s. in het onderhavige geval, dat zich kenmerkt door de bijzondere omstandigheden die hiervoor zijn vermeld in 6.44, apert zwaarder wegen dan de belangen van SBK c.s.

6.50. Na het vorenstaande overweegt het hof over de afzonderlijke zaken als volgt.

*In de zaak met zaaknummer 200.336.927/01 (SBK c.s.)*

6.51. SBK c.s. heeft acht grieven aangevoerd tegen het bestreden vonnis. Na het vorenstaande hoeven deze grieven geen afzonderlijke bespreking meer; hun verwerping ligt besloten in wat hiervoor is overwogen. Bespreking behoeft alleen nog de informatievordering van SBK c.s.

6.52. SBK c.s. vordert Fortenova STAK en TopCo te veroordelen om een afschrift te verstrekken van:

i) de notulen van de bestuursvergadering van TopCo waarin unaniem werd besloten de transactie goed te keuren en de documentatie die voorafgaand aan de bestuursvergadering met de bestuurders van TopCo is gedeeld,

ii) het businessplan (en eventueel bestaande stukken ter onderbouwing daarvan) dat ten grondslag heeft gelegen aan de waarderingsrapporten van Lazard, KPMG en Houlihan Lokey,

iii) het curriculum vitae van BidCo-bestuurder [naam 7],

iv) een afschrift van de overige in de brief onder randnr. 130 van de dagvaarding in eerste aanleg genoemde documenten, en

v) een afschrift van de mededeling aan het Ministerie van Financiën zoals bedoeld in opschortende voorwaarde (f) van de term sheet inzake de transactie.

6.53. SBK c.s. grondt deze vorderingen op artikel 23.4 van de administratievoorwaarden, artikel 843a Rv, alsook de zorgplicht van Fortenova STAK en TopCo jegens certificaathouders. De voorzieningenrechter heeft in het betreden vonnis de (in eerste aanleg voorliggende) vorderingen afgewezen.

6.54. Het hof ziet aanleiding eerst artikel 843a Rv te bespreken. Dat artikel bepaalt, voor zover hier van belang, dat hij die daarbij rechtmatig belang heeft, op zijn kosten afschrift kan vorderen van bepaalde bescheiden aangaande een rechtsbetrekking waarin hij partij is, van degene die deze bescheiden te zijner beschikking of onder zijn berusting heeft. In dit geding berust de rechtsbetrekking die SBK c.s. aan de vordering tot afgifte ten grondslag heeft gelegd op een onrechtmatige daad van Fortenova c.s. bestaande uit, kort gezegd, misbruik van sanctierecht, althans handelen in strijd met de uit artikel 2:8 BW voortvloeiende zorgplicht. Degene die afschrift van bewijsmateriaal verlangt om zodanige door hem vermoede onrechtmatige daad te kunnen aantonen, zal gemotiveerd zodanige feiten en omstandigheden dienen te stellen en met eventueel reeds voorhanden bewijsmateriaal moeten onderbouwen, dat voldoende aannemelijk is dat die onrechtmatige daad zich heeft voorgedaan of dreigt voor te doen. De vraag wat in het kader van art. 843a Rv als een “voldoende” mate van aannemelijkheid kan worden beschouwd, kan niet in algemene zin worden beantwoord (vgl. HR 10 juli 2020, ECLI:NL:HR:2020:1251).

6.55. Een waardering van de stellingen en verweeren van partijen en het reeds overgelegde bewijsmateriaal leidt het hof tot de slotsom dat niet aan de maatstaf voor toewijzing van de exhibitievordering is voldaan. In dit stadium is onvoldoende aannemelijk dat de aan de vordering ten grondslag gelegde onrechtmatige daad zich heeft voorgedaan of dreigt voor te doen. Dit oordeel geldt voor alle bescheiden waarop SBK c.s. aanspraak maakt, dus ook voor de mededeling die volgens SBK c.s. is gedaan aan het Ministerie van Financiën.

6.56. Het beroep op artikel 23.4 van de administratievoorwaarden kan evenmin tot toewijzing van het gevorderde leiden. SBK c.s. heeft in dit verband – onder meer – het volgende gesteld. Sub b van lid 4 van de administratievoorwaarden bepaalt dat SBK c.s. recht heeft op “any information” inzake de business, management en operations. Dat betreft dus ook de notulen van TopCo inzake de goedkeuring van de transactie en de bijbehorende stukken voor die vergadering. Dat geldt ook voor de gevorderde transactiedocumentatie, het stappenplan, het financieel model/businessplan, instructies aan Houlihan Lokey en berekeningen en onderliggende stukken inzake de *fairness opinion* van Houlihan Lokey, aldus – steeds – SBK c.s.

6.57. Het hof oordeelt hierover als volgt. Voor zover de vorderingen namens [appellant 1] zijn ingesteld geldt dat [appellant 1] geen certificaathouder is en dat hij dus niet op grond van de administratievoorwaarden een informatierecht heeft. Voorts neemt het hof het volgende in aanmerking. Artikel 23.4 van de administratievoorwaarden bepaalt dat niet om informatie kan worden verzocht als dat verzoek indruist tegen de belangen van Fortenova c.s. en de onderneming (“contrary to the interests”). Een daartoe strekkend verweer heeft Fortenova c.s. gevoerd. Dat verweer oordeelt het hof voorshands gegrond. Een certificaathouder heeft op grond van de toepasselijke administratievoorwaarden aanspraak op bepaalde informatie en SBK heeft die informatie onbetwist ontvangen – op gelijke voet met de overige (niet -gesanctioneerde) certificaathouders. Het beroep dat SBK c.s. op de zorgplicht heeft gedaan, kan niet tot een ander oordeel leiden.

6.58. In hun pleitnota onder 5.2 betoogt SBK c.s. nog dat de transactie sowieso in strijd is met de sanctieregels. Dit is een nieuwe grief die te laat is

aangevoerd en waarop het hof geen acht zal slaan nu Fortenova c.s. niet ondubbelzinnig erin heeft toegestemd dat de grief alsnog in de rechtsstrijd in hoger beroep wordt betrokken.

6.59. Slotsom is dat de grieven niet kunnen leiden tot het (alsnog) toewijzen van de gewijzigde vorderingen van SBK c.s. Vordering 0 is reeds ter zitting van het hof afgewezen. Vordering 1, 3, 4, 6 en 8 zijn niet toewijsbaar; dit behoeft naast hetgeen hiervoor is overwogen geen verdere toelichting. Voor toewijzing van de vorderingen 2, 5 en 7 bestaat geen grond. Het gevorderde onder 9 tot en met 11 is gelet op het voorgaande evenmin toewijsbaar. Het vonnis waarvan beroep zal worden bekrachtigd. SBK c.s. is in het hoger beroep in het ongelijk gesteld en zal daarom worden veroordeeld in de proceskosten in hoger beroep. Bij deze stand van zaken is het niet nodig te beslissen op het verweer van Open Pass die meent dat SBK c.s. niet-ontvankelijk dient te worden verklaard in haar vorderingen jegens Open Pass.

6.60. Het hof stelt de proceskosten in hoger beroep ten aanzien van Fortenova c.s. als volgt vast: (...; *red.*).

6.61. Het hof stelt deze kosten voor Iter BidCo en Iter STAK, respectievelijk Open Pass op dezelfde wijze vast als de kosten voor Fortenova c.s.

6.62. Het hof beschouwt het beroep op art. 843a Rv niet als afzonderlijk incident zodat daarvoor geen proceskostenveroordeling wordt uitgesproken.

*In de zaak met zaaknummer 200.336.933/01 ([appellant 2])*

6.63. [appellant 2] heeft drie grieven aangevoerd tegen het bestreden vonnis. Grief II betreft de waardering van de onderneming en de koopprijs en grief III het motief voor de verkoop. Hetgeen eerder in dit arrest daaromtrent is overwogen, geldt gelijkkelijk voor [appellant 2].

6.64. Grief I betreft de positie van [appellant 2]. Hij voert aan dat de voorzieningenrechter ten onrechte heeft overwogen dat hij wist hoe de vork in de steel zat toen hij zijn belang in Fortenova verwierf en tevens dat zijn belang als zeer kleine certificaathouder niet opweegt tegen de wens van de meerderheid van de (bedoeld is: stemgerechtigde) certificaathouders die met de transactie hebben ingestemd. Dit betoog slaagt niet. In het licht van wat is overwogen over het belang van Fortenova en haar stakeholders – waaronder de certificaathouders – bij het doorgaan van de

transactie onderschrijft het hof het oordeel van de voorzieningenrechter. In het midden kan blijven wat [appellant 2] al dan niet precies wist ten tijde van de verwerving van zijn certificaten. Fortenova c.s. heeft overigens ook in dit verband gewezen op de reeds vaker genoemde televisie-uitzending in het voorjaar van 2023, waar de verkoop van MidCo ter sprake is gekomen en [appellant 2] als vermoeden heeft uitgesproken dat aan Open Pass zou worden verkocht.

6.65. [appellant 2] voert aan ook op te komen voor de belangen van de andere kleine certificaathouders, maar dat maakt het vorenstaande niet anders. Ook overigens gaat het hof hieraan voorbij. Deze certificaathouders zijn in de gelegenheid geweest hun stem uit te brengen op de certificaathoudersvergaderingen. Voor zover zij daar niet zijn verschenen, is dat hun eigen keuze geweest. Zoals al ter sprake is gekomen, heeft verreweg de meerderheid van de stemgerechtigde certificaathouders voor de transactie gestemd. Fortenova c.s. heeft onbetwist voorgerekend dat, ook als de stemmen van Open Pass niet worden meegeteld, de verkoop van MidCo door meer dan 90% van de andere aanwezige certificaathouders werd ondersteund.

6.66. [appellant 2] meent voorts dat de transactie geen doorgang behoort te vinden vanwege de kwalijke rol die hij [naam 3] toedicht. [appellant 2] heeft aangevoerd dat minst genomen ernstig rekening moet worden gehouden met bemoeienis van [naam 3] met het businessplan dan wel met de mogelijkheid dat het bestuur van Fortenova Grupa bij het businessplan het kenbare belang van [naam 3] in aanmerking heeft genomen. [appellant 2] meent dat het bestuur van TopCo hier veel meer op bedacht had behoren te zijn en het businessplan zelfstandig had behoren te (laten) toetsen. Het hof overweegt dat de verwijten aan het adres van [naam 3] te speculatief zijn om er in het kader van deze procedure concrete gevolgen aan te verbinden. De urgentie van het doorgaan van de transactie en de rol en betekenis van het businessplan zijn hiervoor al aan de orde gekomen. Het hof verwijst naar wat daarover is overwogen.

6.67. Verder wijst [appellant 2] erop dat, anders dan de voorzieningenrechter heeft overwogen, niet iedere niet-gesanctioneerde certificaathouder in de positie is om zijn belang te behouden omdat (in verband met het voorkomen van schending van de prospectusplicht) bij de trans-

actie de restrictie geldt dat certificaathouders in een jurisdictie waarin zich meer dan 148 retailbeleggers bevinden, van die mogelijkheid zijn uitgesloten. Fortenova c.s. heeft echter gemotiveerd betoogd dat de situatie dat er in een jurisdictie meer dan 148 retailbeleggers zijn zich niet voor doet en heeft nader toegelicht dat zij het aantal retailbeleggers aan de hand van het DR-holders register nauwgezet kan volgen. Dat is door [appellant 2] onvoldoende nader weersproken.

6.68. Ten slotte voert [appellant 2] aan dat het bij het meegaan naar de nieuwe structuur niet gaat om een gelijkwaardig belang, maar dat certificaathouders verwatering dienen te accepteren of bijbetalingen dienen te doen. Fortenova c.s. heeft op dit punt naar de DR Holder Circular van 29 november 2023 verwezen waarin wordt uitgelegd dat op de opbrengst eerst € 100 miljoen in mindering komt ter zake van Sberbank en de Supplier Loan Note, en voorts € 15 miljoen aan afwikkelbudget gereserveerd moet worden. Zonder bijstorten blijft de waarde van de certificaten hetzelfde, nu de certificaathouders in de nieuwe structuur verlost zijn van genoemde hoger gerangschikte verplichtingen, aldus Fortenova c.s. Het hof overweegt dat wat [appellant 2] aanvoert in de reeds eerder geschetste omstandigheden onvoldoende grond vormt de transactie te verbieden, wat er zij van de condities van de doorrolconstructie. Overigens heeft [appellant 2] ervoor gekozen voor een deel door te rollen naar de nieuwe structuur, zoals ter zitting van het hof is gebleken. Dit wijst erop dat hij deze mogelijkheid kennelijk potentieel lucratief acht.

6.69. Ook de grieven van [appellant 2] treffen derhalve geen doel en kunnen niet leiden tot het (alsnog) toewijzen van zijn gewijzigde vorderingen. Dit behoeft geen toelichting naast hetgeen hiervoor is overwogen. Het vonnis waarvan beroep zal worden bekrachtigd. [appellant 2] is in het hoger beroep in het ongelijk gesteld en zal daarom worden veroordeeld in de proceskosten in de hoofdzaak in hoger beroep.

6.70. Het hof stelt de proceskosten in de hoofdzaak in hoger beroep ten aanzien van TopCo en Fortenova STAK als volgt vast:

(...; *red.*).

6.71. Het hof stelt deze kosten ten aanzien van Open Pass als volgt vast:

(...; *red.*).



6.72. De proceskosten in het voegingsincident zullen tussen partijen worden gecompenseerd, zodat iedere partij de eigen kosten daarvan draagt.

### 7. Beslissing

Het hof:

*in de zaak 200.336.927/01*

bekrachtigt het vonnis waarvan beroep; weigert de in hoger beroep gevraagde (gewijzigde) voorzieningen;

veroordeelt SBK c.s. in de kosten van het geding in hoger beroep (...; *red.*);

veroordeelt SBK c.s. in de kosten van het geding in hoger beroep (...; *red.*);

veroordeelt SBK c.s. in de kosten van het geding in hoger beroep (...; *red.*);

verklaart de veroordelingen uitvoerbaar bij voorraad;

wijst af het meer of anders gevorderde;

*in de zaak 200.336.933/01*

bekrachtigt het vonnis waarvan beroep;

weigert de in hoger beroep gevraagde (gewijzigde) voorzieningen;

compenseert de proceskosten in het incident tot voeging aldus, dat iedere partij daarvan de eigen kosten draagt;

veroordeelt [appellant 2] in de kosten van het geding in hoger beroep (...; *red.*);

veroordeelt [appellant 2] in de kosten van het geding in hoger beroep (...; *red.*);

wijst af het meer of anders gevorderde.

### NOOT

1. Dit arrest van Hof Amsterdam 5 juli 2024 is een nieuwe loot aan de stam van jurisprudentie in de Fortenova-zaak. Het betreft een hoger beroep in kort geding. Het hof geeft hierin groen licht voor de verkoop van de onderneming van Fortenova aan een deel van haar eigen certificaathouders. Door de verkoop komt een einde aan de band tussen de onderneming en de achterblijvende certificaathouders, in het bijzonder twee gesanctioneerde certificaathouders. Die verbreking is nodig in het belang van de onderneming, zo oordeelt het hof, en het verkoopproces is voldoende zorgvuldig verlopen.

2. Fortenova is een van de grootste bedrijven van Zuidoost-Europa ([www.fortenova.hr](http://www.fortenova.hr)). Het is actief in de detailhandel, voedselproductie en landbouw, met een jaaromzet van vele miljarden

euro's en tienduizenden werknemers. De onderneming is uit de Kroatische Agrokor-groep voortgekomen. Die verkeerde in 2017 in financiële problemen waarna zij een Settlement Plan met haar schuldeisers overeenkwam. Dat leidde tot een doorstart van de groep onder de naam Fortenova. Bij die herstructurering is een Nederlandse StAK aan het hoofd van de groep geplaatst. Zij houdt de aandelen in Topco, die de aandelen in Midco houdt, die de aandelen in Holdco houdt. Dat zijn allemaal Nederlandse houdstermaatschappijen. Holdco houdt ten slotte de aandelen in de (buitenlandse) werkmaatschappijen van de groep zelf. De statuten van StAK bevatten een aanwijzingsbevoegdheid voor de vergadering van certificaathouders. Daarnaast is een aantal belangrijke besluiten, de Reserved Matters, voorbehouden aan de voorafgaande goedkeuring van de vergadering van certificaathouders, met verschillende meerderheidseisen, afhankelijk van het onderwerp. Aldus fungeert de vergadering van certificaathouders, in elk geval ten aanzien van die belangrijke besluiten, feitelijk als de algemene vergadering van de Fortenova-groep.

3. SBK Art werd bij de herstructurering de grootste certificaathouder van de groep (41,82%). Zij behoorde tot de Russische Sberbank, een van de schuldeisers van de oude Agrokor-groep. Sberbank werd in juli 2022 op de EU-lijst van gesanctioneerde (rechts)personen geplaatst. Deze lijst behoort bij Verordening (EU) nr. 269/2014, die van kracht is vanwege de Russische invasie van Oekraïne (de Verordening). In december 2022 werd ook SBK Art zelf op de sanctielijst geplaatst. Er is daarnaast nog een gesanctioneerde Russische certificaathouder van Fortenova; VTB Bank. Zij houdt 7,27% van de certificaten. SBK Art en VTB hebben samen dus bijna de helft van de certificaten in handen.

4. De jurisprudentie in de Fortenova-zaak valt in drie onderdelen uiteen. Deze liggen in de tijd min of meer in elkaars verlengde en komen in het onderhavig arrest, dat tot het derde onderdeel behoort, bijeen. Kortom; één stuk, drie bedrijven. Voor een beter begrip van deze complexe zaak vat ik eerst de twee voorafgaande onderdelen samen.

5. Het eerste onderdeel ziet op de vraag of SBK Art als gesanctioneerde partij haar stem- en vergaderrechten op haar certificaten mag uitoefenen. In augustus 2022, kort nadat SBK Art op de sanctielijst was geplaatst, werd een wijziging van

de governance van de StAK voorgesteld. Dat gebeurde op initiatief van Open Pass, de grootste niet-gesancioneerde certificaathouder (27,52%). De voorgestelde wijziging kwam erop neer dat zolang SBK Art en VTB gesanctioneerd zouden zijn, Open Pass in de certificaathoudersvergadering feitelijk de doorslaggevende stem zou hebben. En zodra zij niet langer gesanctioneerd zouden zijn, zou Open Pass in de vergadering feitelijk een blokkerende stem hebben. Door deze governancewijzigingen zou de invloed van Open Pass dus permanent substantieel worden versterkt. SBK Art kon zich daarin uiteraard niet vinden. Zij werd echter op grond van de sanctiewetgeving niet tot de certificaathoudersvergadering toegelaten, en kon daarom haar (tegen)stem niet uitoefenen. Daarop startte SBK Art een kort geding. De voorzieningenrechter was voorshands van oordeel dat het stemrecht van SBK Art *niet* door de sanctiewetgeving werd geraakt en zij dus tot de stemming over de governancewijziging behoorde te worden toegelaten (Vzng. Rb Amsterdam 6 september 2022, «JOR» 2023/93, m.nt. Ryngaert). Het Hof Amsterdam kwam in hoger beroep tot een tegenovergesteld oordeel; de sanctieregels staan er *wel* aan in de weg dat SBK Art tot de certificaathoudersvergadering wordt toegelaten en haar stemrecht uitoefent (Hof Amsterdam 29 december 2022, «JOR» 2023/94, m.nt. Ryngaert). Het hof baseerde dit vooral op de gewijzigde "Q&A" die intussen door de Europese Commissie over de Verordening was gepubliceerd. SBK Art ging daartegen in cassatie. De Hoge Raad besloot vervolgens – volgens mij uniek in een kort geding – prejudiciële vragen aan het HvJ EU te stellen (HR 19 april 2024 en 21 juni 2024, «JOR» 2024/189, m.nt. Peek). Volgens de Hoge Raad laat de Verordening namelijk ruimte voor redelijke twijfel over het antwoord op de vraag of een gesanctioneerde certificaathouder als gevolg van de bevrozing van zijn certificaten gebruik mag maken van de vergader- en stemrechten die aan zijn certificaten zijn verbonden en, zo ja, in hoeverre dit afhankelijk is van bepaalde omstandigheden. Bij dat laatste denkt men bijvoorbeeld aan het onderwerp van besluitvorming en het standpunt van de gesanctioneerde certificaathouder dienaangaande. Voor zover ik het overzie, worden de antwoorden van het HvJ EU momenteel afgewacht. Dit zal dus nog een vervolg krijgen.

6. Het tweede onderdeel van de Fortenova-jurisprudentie bestaat uit de enquêteprocedure die tot de beschikking van de OK van 13 januari 2023 leidde («JOR» 2023/154, m.nt. Wijers). SBK Art begon deze enquêteprocedure enkele dagen na het voor haar negatieve arrest van het Hof Amsterdam over de vraag van het stem- en vergaderrecht. De OK toonde zich kritisch over de governancewijzigingen: *"De Ondernemingskamer is van oordeel dat vraagtekens zijn te plaatsen bij de mate waarin de zeggenschap binnen de vergadering van certificaathouders als gevolg van de wijziging van de administratievoorwaarden ten gunste van Open Pass is gewijzigd en de mate waarin daarbij rekening is gehouden met de belangen van de overige minderheidsaandeelhouders"* (r.o. 3.12). Echter, of die wijzigingen gegronde redenen bij Topco, Midco en Holdco opleverden, liet de OK in het midden. Ze wees het enquêteverzoek namelijk af op grond van de belangenafweging. De OK vond de belangen van Fortenova om *geen* onderwerp van enquête te zijn zwaarder wegen dan het belang van die enquête. De OK overwoog daarbij dat het belang van de continuïteit van (de onderneming van) Fortenova vergt dat voor eens en voor altijd duidelijk wordt dat zij niet onder invloed van haar Russische gesanctioneerde certificaathouders staat, wat kort daarvoor door het arrest van het Hof Amsterdam was bereikt. Als de OK een onderzoek zou bevelen en onmiddellijke voorzieningen zou treffen, zou aan dat signaal afbreuk worden gedaan en dat achtte de OK onwenselijk. SBK Art heeft ook tegen deze afwijzing cassatieberoep ingesteld. De Hoge Raad heeft het echter op 19 april 2024 verworpen, met toepassing van art. 81 RO (ECLI:NL:HR:2024:631).

7. Het derde onderdeel van de bedoelde jurisprudentie heeft betrekking op het vervolg, vanaf april 2023, toen Fortenova bekendmaakte voornemens te zijn al haar activiteiten te gaan verkopen. Daarmee doelde zij op een verkoop door Holdco van de aandelen in Midco. Volgens Fortenova was een verkoop nodig omwille van de continuïteit van haar onderneming. Zij had door de betrokkenheid van de gesanctioneerde certificaathouders moeilijkheden met het verkrijgen van een financiering en kampte met handelspartners die geen zaken meer met haar wilden doen. Fortenova schakelde voor de verkoop de internationale zakenbank Lazard in, die vijftien partijen uitnodigde om een indicatief bod uit te brengen.

Maar daar kwam geen enkel acceptabel bod uit voort. Daarop is Fortenova met haar grootste niet-gesanctioneerde certificaathouder, Open Pass, gaan praten over een oplossing waarbij laatstgenoemde mogelijk de koper zou zijn, samen met enkele andere niet-gesanctioneerde certificaathouders. Deze kopers verenigden zich in een vennootschap genaamd Iter BidCo BV. Het verkoopbesluit was voorbehouden aan goedkeuring van de vergadering van certificaathouders van StAK. Echter, SBK Art heeft daarin, naar de huidige stand, dus geen stem. Daarom trachtte ze in kort geding (de voorbereidingen voor) een dergelijke verkoop te voorkomen, maar die eis werd afgewezen (Vzngr. Rb. Amsterdam 18 december 2023, ECLI:NL:RBAMS:2023:8420). Het hoger beroep tegen die afwijzing leidde tot het onderhavige arrest. Daags na het vonnis in kort geding stemde de vergadering van certificaathouders voor de verkoop aan Iter BidCo, en niet lang daarna werd de koopovereenkomst getekend. Op het moment waarop het onderhavige arrest werd gewezen, had de levering van de aandelen evenwel nog niet plaatsgevonden. De verkoop was dus nog geen voldongen feit.

8. Net als in eerste aanleg, was de inzet van SBK Art in het onderhavige hoger beroep om op zijn minst met de verkoop c.q. levering van de aandelen te wachten, totdat het HvJ EU heeft geoordeeld over de vraag of SBK Art van de sanctielijst moet worden verwijderd of niet, althans totdat de Hoge Raad uitspraak heeft gedaan over vraag van het vergader- en stemrecht, althans totdat het HvJ EU de prejudiciële vragen hierover heeft beantwoord (r.o. 5.1). Kortom, SBK Art wilde dus eerst de gerechtelijke beoordeling van haar status als gesanctioneerde partij en de implicaties daarvan afwachten. Volgens het hof laat de spoedeisendheid van de zaak dat echter niet toe. Het ziet zich daarom voor de opdracht gesteld zelf een voorlopig oordeel te geven over de vraag van het vergader- en stemrecht in relatie tot de besluitvorming over de verkoop. Dat is op zich een uitdagende opdracht, met de Hoge Raad én het HvJ EU die zich gelijktijdig over dezelfde vraag buigen. Het hof neemt in r.o. 6.7 echter een verstandig pad door te oordelen dat besluitvorming over de verkoop van de onderneming “in ieder geval” binnen de reikwijdte van de Verordening valt, omdat dat besluit een wijziging van tegoeden mogelijk maakt zoals in de sanctieregeling bedoeld. Door deze aanpak ontwijkt het hof

de noodzaak een voorshands oordeel te geven over de meer absolute vraag waarop het HvJ EU nog aan de Hoge Raad moet antwoorden, namelijk of het stemrecht van een gesanctioneerde certificaathouder altijd is bevroren of dat dit afhangt van het onderwerp van besluitvorming. In dit geval (besluitvorming over een verkoop van de onderneming) geldt de sanctieregeling dus hoe dan ook. Dat vind ik een begrijpelijk oordeel, ook omdat het voor de hand ligt dat het begrip “bevrozing van tegoeden” vanwege de aard van de sanctieregeling zo breed mogelijk moet worden uitgelegd (vgl. par. 3.43 conclusie A-G Assink 15 december 2023, ECLI:NL:PHR:2023:1170 bij HR 19 april 2024, voormeld, met verwijzing naar HvJ EU inzake *Sepah/Overseas Financial e.a.*). Overigens schaarft het hof zich in dezelfde rechts-overweging vervolgens – enigszins opmerkelijk – toch óók nog achter het oordeel van haar eigen hof van 29 december 2022, dat het stemrecht van een gesanctioneerde partij altijd is bevroren. In die argumentatielijn staat de wenselijkheid van duidelijkheid voorop; het is wenselijk dat steeds duidelijk is of een certificaathouder stemrecht op zijn certificaten kan uitoefenen of niet; dat zou niet af moeten hangen van het onderwerp van besluitvorming. Eveneens feitelijk ten overvloede oordeelt het hof tot slot in r.o. 6.8 dat nu het stemrecht hoe dan ook niet uitgeoefend kon worden, de kwestie van de omstrede governance-wijziging geen verschil maakt.

9. Omdat de gesanctioneerde certificaathouder aan de zijlijn staat, ligt de waarborgfunctie in feite volledig bij de rechter. Welk beoordelingskader moet de rechter in zulke (uitzonderlijke) omstandigheden hanteren? SBK Art beriep zich primair op de vennootschappelijke redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW, meer in het bijzonder de daaruit voortvloeiende zorgplicht. Het hof gaat daar blijkens r.o. 6.8 in mee en dat lijkt ook mij de logische maatstaf. De inhoudelijke beoordeling valt vervolgens in twee delen uiteen; noodzaak en prijs. Bij de beoordeling van de vraag of de verkoop van de onderneming noodzakelijk is (r.o. 6.11 t/m 6.23) weegt het hof onder meer de problemen mee die Fortenova heeft bij het vinden van een financier en het feit dat niet vertrouwd mag worden op een verlenging van de huidige financiering. De door SBK Art aangedragen mogelijke alternatieven, waaronder die van “ringfencing”, bieden geen soelaas. Het risico dat de perceptie van leveranciers, dienstverleners en

financiers niet wordt doorbroken door een constructie waarbij SBK Art materieel gezien bij de onderneming betrokken blijft, is te groot. Het hof concludeert dat als de verkoop niet doorgaat, Fortenova in een onaanvaardbare onzekerheid wordt gestort, waarbij haar continuïteit op het spel komt te staan (r.o. 6.22). In het tweede deel wordt de verkoopprijs getoetst (r.o. 6.24 t/m r.o. 6.41). Daarin legt het hof nadruk op het uitgebreide verkoopproces en het zorgvuldige verloop daarvan, wat leidt tot de slotsom dat de wijze van totstandkoming van de koopovereenkomst en de prijsbepaling niet wijst op veronachtzaming van de belangen van SBK Art (r.o. 6.31). Daarnaast wordt gewicht toegekend aan de rapporten van Lazard, KMPG, Houlihan Lokey en de tegenrapporten van BRG. Dit alles leidt tot het voorshandse oordeel dat de koopprijs in de gegeven omstandigheden als een redelijke prijs kan worden aangemerkt. Kortom, er is een noodzaak voor de verkoop en de prijs is *fair*. Aldus wordt niet in strijd met de zorgplicht van art. 2:8 BW gehandeld, evenmin met die van art. 6:162 BW en er wordt ook geen misbruik van bevoegdheid gemaakt (r.o. 6.42). Tot slot maakt het hof, zoals dat in kort geding behoort, de belangenafweging. Die leidt tot hetzelfde resultaat. De belangen van de onderneming bij de verkoop wegen zwaarder dan die van SBK Art. Zo nodig kan een eventuele te lage prijs voor de certificaten achteraf worden “gerepareerd” door schadevergoeding (r.o. 6.45). Na dit groene licht van het hof op 5 juli 2024, werd de verkoop, blijkens de website van Fortenova, op 7 juli 2024 voltooid. Daarmee werd de band tussen de gesanctioneerde certificaathouders en Fortenova doorbroken, en resteert voor hen vermoedelijk hooguit een achterhoedegevecht over stemrecht en koopprijs.

mr. S.C.M. van Thiel  
advocaat bij Evers Soerjatin

## 81

### Hoger beroep Klimaatzaak Milieudefensie tegen Royal Dutch Shell

Gerechtshof Den Haag  
12 november 2024, nr. 200.302.332/01,  
ECLI:NL:GHDHA:2024:2099  
(mr. Joustra, mr. Van der Helm, mr. Glazener)  
Noot mr. M.J. Faber

**Ondernemingen hebben een individuele verplichting om CO<sub>2</sub>-emissies te beperken. Deze verplichting vindt zijn grondslag in de maatschappelijke zorgvuldigheid. Er is echter geen specifieke, afdwingbare rechtsplicht tot het realiseren van een minimum CO<sub>2</sub>-reductie. Hoger beroep van Rb. Den Haag 26 mei 2021, «JOR» 2021/208, m.n.t. Biesmans.**

[BW art. 6:162]

*Vastgesteld is dat bescherming tegen gevaarlijke klimaatverandering een mensenrecht is en dat wereldwijd wordt erkend dat een staat de verplichting heeft het zijne te doen om zijn burgers te beschermen tegen de nadelige effecten van gevaarlijke klimaatverandering. In privaatrechtelijke verhoudingen kunnen de mensenrechten – waaronder de bescherming tegen gevaarlijke klimaatverandering – doorwerken via open normen, zoals de zorgvuldigheid die in het maatschappelijk verkeer betaamt. De zorgvuldigheidsverplichting ter zake van het klimaat kan nader worden ingevuld aan de hand van soft law zoals de UNGP en de OESO-richtlijnen. De inhoud en omvang ervan kan per onderneming verschillen, naar gelang de bijdrage van een onderneming aan de klimaatverandering en de mogelijkheden die een onderneming heeft om de klimaatverandering tegen te gaan. De maatschappelijke zorgvuldigheid brengt mee dat ook op ondernemingen een verplichting rust om een bijdrage te leveren aan het tegengaan van gevaarlijke klimaatverandering. Van Shell kan meer worden verwacht dan van de meeste andere ondernemingen, aangezien Shell al meer dan honderd jaar een belangrijke speler is op de markt van fossiele brandstoffen en het be-*