

11 MRT 2010

GERECHTSHOF TE AMSTERDAM

**VERWEERSCHRIFT**

Ondernemingskamer van het

Gerechtshof te Amsterdam

Datum zitting: 25 maart 2010

Rekestnummer: 200.051.512 OK

Inzake: een verzoek tot enquête bij Van der Moolen Holding N.V.

De heer **RICHARD EDWARD DEN DRIJVER**,

woonachtig te Londen (UK),

advocaten: mr. S.J.H.M. Berendsen en mr. H.Q.P. Holtrop

belanghebbende inzake het verzoek dat is ingediend namens:

1. de vereniging met volledige rechtsbevoegdheid **VERENIGING VEB NCVB**, statutair gevestigd te Den Haag;  
advocaat: mr. J.H. Lemstra;
2. de naamloze vennootschap **ASR NEDERLAND N.V.**, statutair gevestigd te Den Haag;  
advocaat: mr. A.C. Metzelaar;

verzoeksters,

tegen:

de naamloze vennootschap **VAN DER MOOLEN HOLDING N.V.**, statutair gevestigd te Amsterdam;

verweerster

## Inleiding

1. Bij verzoekschrift van 10 december 2009 (het "**Verzoekschrift**") hebben verzoeksters ("**Verzoeksters**" of de "**VEB c.s.**") gesteld dat er gegronde redenen zijn om te twifelen aan een juist beleid van Van der Moolen Holding N.V. ("**VDM**"). Verzoeksters hebben de Ondernemingskamer voorts verzocht om één of meer personen te benoemen tot het instellen van een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken van de vennootschap en de door haar gevoerde onderneming, over het tijdvak vanaf 1 januari 2005 tot 10 september 2009 (datum faillissement), met vaststelling van het bedrag dat het onderzoek hoogstens mag kosten, en bij het gelasten van het onderzoek aan onderzoekers in overweging te geven in ieder geval aandacht te besteden aan het optreden en functioneren van (de leden van) de raad van commissarissen en de raad van bestuur en in het bijzonder de rol van de heer R.E. den Drijver ("**Den Drijver**") en van de heer G.H.A. Kroon ("**Kroon**") daarbij te betrekken.
2. Bij brief van 1 februari 2010 heeft de Ondernemingskamer Den Drijver in de gelegenheid gesteld om door middel van een verweerschrift op de inhoud van het Verzoekschrift te reageren. Van deze mogelijkheid maakt Den Drijver hierbij gebruik.
3. Het beleid en de gang van zaken van/bij VDM kan worden onderscheiden in vier verschillende periodes:
  - (i) de periode vanaf (circa) 2000 tot 1 mei 2006, het moment van aantreden van Den Drijver als bestuursvoorzitter van VDM ("**Periode I**");
  - (ii) de periode van 1 mei 2006 tot 7 mei 2009, het moment van aantreden van de heer P.R. Zwart ("**Zwart**") en de heer A.V. Paardekooper ("**Paardekooper**") als commissarissen van VDM ("**Periode II**");
  - (iii) de periode van 7 mei 2009 tot de datum van faillissement op 10 september 2009 ("**Periode III**"); en
  - (iv) de periode vanaf 10 september 2009 tot heden ("**Periode IV**").

Genoemde data blijken mede uit het uittreksel uit het handelsregister en de handelsregisterhistorie van VDM (**DD Productie 1**). In het navolgende zal een aantal relevante gebeurtenissen per periode worden besproken.

4. De strekking van dit verweerschrift is dat Den Drijver, evenals Verzoeksters, van mening is dat er gegronde redenen zijn om te twijfelen aan een juist beleid van VDM in de zin van artikel 2:350 lid 1 BW. Den Drijver meent echter - anders dan Verzoeksters - dat deze redenen niet zijn gelegen in Periode II. Pas bij het aantreden van Zwart en Paardekooper als commissarissen bij VDM zijn er gegronde redenen ontstaan om aan een juist beleid te twijfelen. Bij het gelasten van het onderzoek verzoekt Den Drijver de Ondernemingskamer dan ook om de periode waarover het onderzoek wordt gelast te beperken tot Periode III en Periode IV<sup>1</sup> en aan onderzoekers in overweging te geven in ieder geval aandacht te besteden aan het optreden en functioneren van Zwart en Paardekooper als commissarissen, en later als bestuurders, van VDM.

#### **Periode I: VDM tot mei 2006**

##### *De VS*

5. In de VS handelde VDM via haar dochtervennootschap Van der Moolen Specialists USA, LLC ("**VDMS**"). Medio 2000 is VDM een van de belangrijkste hoekmansbedrijven<sup>2</sup> - *specialists* - op de New York Stock Exchange ("**NYSE**") in de Verenigde Staten ("**VS**"). Sinds 2001 zijn "American Depositary Receipts"<sup>3</sup> ("**ADRs**") op aandelen in VDM genoteerd aan de NYSE in de VS.
6. Tot 2003 gaan de zaken bij VDM - met name in de VS - voorspoedig. In 2003, 2004 en 2005 realiseerde VDM ongeveer 80% van haar totale opbrengsten in de VS. Zie in dit kader ook de jaarrekening van VDM over 2004, 2005 en 2006 (de "**Jaarrekening 2004**", de "**Jaarrekening 2005**" en de "**Jaarrekening 2006**" - **DD Productie 2, 3 en 4**).<sup>4</sup>
7. In 2004 kondigde de NYSE aan (geleidelijk) over te gaan op een systeem van elektronische handel, het *hybrid model* genoemd. Door de vervanging van het handmatige handelssysteem door een elektronisch systeem, zou aan de NYSE niet langer gebruik kunnen worden gemaakt van een hoekman of *specialist* om vraag en aanbod samen te

<sup>1</sup> Op deze Periode IV zal Den Drijver op een later moment in deze procedure nader ingaan.

<sup>2</sup> Een hoekman was een bedrijfsmatige tussenpersoon die op een beurs zorgde voor het samenbrengen van vraag en aanbod in een aantal hem toegewezen beursfondsen.

<sup>3</sup> Een American Depositary Receipt of ADR is een verhandelbaar certificaat dat een specifiek aantal aandelen (of één aandeel) vertegenwoordigt op een buitenlandse aandelenmarkt, welk certificaat wordt verhandeld op een Amerikaanse beurs.

<sup>4</sup> Pagina 21 van de Jaarrekening 2004, pagina 23 van de Jaarrekening 2005 en pagina 12 van de Jaarrekening 2006.

brengen. Ten gevolge hiervan was de verwachting in de markt dat de opbrengsten van VDM, althans VDMS, in de VS terug zouden lopen in de nabije toekomst. Een nieuwe strategie voor VDM was noodzakelijk.

8. Daarnaast werd in 2003 bekend dat VDM, althans VDMS, betrokken was bij een aantal "fraude" incidenten:
  - over de periode 1999 tot 2003 werden handelaren van onder meer VDMS ervan verdacht betrokken te zijn bij vermeende illegale handelspraktijken, waaronder "front running".<sup>5</sup> Op 30 maart 2004 kondigde VDM aan dat zij een schikking had getroffen met de NYSE. Het schikkingsbedrag dat VDM aan de NYSE heeft betaald beliep een totaal van USD 57,7 miljoen.<sup>6</sup>
  - eind 2003, begin 2004 is er een *class action* aanhangig gemaakt tegen VDM door houders van ADRs.<sup>7</sup> Deze houders van ADRs stelden zich op het standpunt dat de koers van de ADRs tussen 18 oktober 2001 en 15 oktober 2003 op kunstmatige wijze tot stand was gekomen aangezien VDM ten onrechte zou hebben verzuimd om informatie naar buiten te brengen met betrekking tot (het onderzoek van de NYSE naar de) vermeende onrechtmatige handelspraktijken van VDMS, althans VDM. De houders van ADRs stelden dat hun schade tientallen miljoenen USD beliep;
  - daarnaast werd bekend dat handelaren van VDMS betrokken zouden zijn bij "irregular stock loan transactions". VDM heeft hierop haar *stock loan department* gesloten. Een onderzoek van de NYSE volgde.<sup>8</sup>
9. De bovenomschreven ontwikkelingen hadden een sterke negatieve impact op de ontwikkeling van VDM in de VS.

### *Europa*

10. Ook in Europa bracht het verdwijnen van de fysieke aandelenhandel op de beursvloer eind jaren negentig mee dat de functie van hoekman aan de Amsterdamse beurs kwam te

<sup>5</sup> Front running is het aankopen of verkopen van effecten (vaak aandelen) met voorkennis van een toekomstige transactie.

<sup>6</sup> Pagina 87 van de Jaarrekening 2006.

<sup>7</sup> Pagina 88 van de Jaarrekening 2006.

<sup>8</sup> Pagina 87 en 89 van de Jaarrekening 2006.

vervallen. Dit resulteerde in sterk teruglopende omzetcijfers van VDM in Europa. Daarnaast werd in Periode I de financiële positie van VDM negatief beïnvloed door een aantal overnames in de VS en Europa.

11. In het Verzoekschrift wordt over de Periode I gesteld:

*“Tussen 2000 en 2004 lopen de inkomsten fors achteruit. Terwijl in 2000 nog een omzet van EUR 452,2 miljoen werd gerealiseerd (met een nettoresultaat van EUR 145 miljoen), bedraagt de omzet in 2004 nog slechts EUR 123,3 miljoen (met een nettoresultaat van EUR 42 miljoen)”*

De Curatoren zien in de bovenomschreven Periode I zelfs de “aanloop” naar het faillissement van VDM. In het eerste faillissementsverslag van 23 oktober 2009 (“**Faillissementsverslag I**” – **DD Productie 5**) wordt onder “Oorzaak surséance/faillissement, aanloop” over Periode I het volgende opgemerkt:

*“Van der Moolen [heeft] in een wat verder verleden grote klappen [...] moeten incasseren, met name in de Verenigde staten (in hoofdzaak de periode 1999 tot 2005). Omzetsdaling als gevolg van het verdwijnen van de vloerhandel, ingrijpen van de SEC m.b.t. gestelde ‘illegal trading’, kosten en boetes, hebben VDM honderden miljoenen USD gekost, en haar positie van ‘grote speler’ in de markt al aanzienlijk aangetast”<sup>9</sup>*

12. In het licht van de bovenomschreven problemen in zowel de VS als Nederland, heeft VDM organisatieadviesbureau McKinsey & Company geconsulteerd over de toekomstige strategie van VDM. Voortbordurend op de bevindingen van McKinsey & Company heeft VDM medio 2005 - na een zeer zorgvuldig en grondig *due diligence* onderzoek - besloten tot de aankoop van Curvalue Beheer B.V. (“**Curvalue**”), een elektronisch derivatenhandelshuis op verschillende Europese beurzen en elektronisch effectenbemiddelaar die zich richtte op professionele partijen. Daarnaast was Curvalue eigenaar van het veelbelovende softwareplatform Online Trader. Met Online Trader wilden Curvalue en VDM de concurrentie aangaan met online brokers en internetbanken als Alex en Binck. In een persbericht van 27 mei 2005 van VDM wordt de overname van Curvalue aangekondigd (**DD Productie 6**). Het voorgaande, in het bijzonder het zorgvuldige *due*

---

<sup>9</sup> Pagina 9 van het Faillissementsverslag I.

*diligence* onderzoek naar Curvalue, is door Zwart bevestigd tijdens de informele bijeenkomst voor aandeelhouders van VDM op 9 oktober 2009.

13. De overname van Curvalue werd in de markt overwegend positief ontvangen. Niet alleen omdat Curvalue werd gezien als een onderneming met een veelbelovende toekomst, maar ook omdat VDM gezien de betrokkenheid bij de grote fraudeschandalen in de VS en het wegvallen van de vloerhandel in zowel de VS als in Nederland niet goed presteerde. Tijdens de informele bijeenkomst voor aandeelhouders van VDM op 9 oktober 2009 antwoordde Zwart op de vraag of hij de ratio achter de overname van Curvalue zag met (geparafraseerd) "ja, Curvalue was toen veel verder dan VDM" (zie ook **Productie 7**, een artikel uit FEM Business van 7 januari 2006).
14. Een aantal opmerkingen over de overname van Curvalue door VDM en de relevante transactiedocumentatie met betrekking tot deze overname (de "**Transactiedocumentatie**"):
  - de Transactiedocumentatie is, namens VDM, ondertekend door bestuursvoorzitter F.M.J. Böttcher ("**Böttcher**") en CFO L.J. Pruis ("**Pruis**");
  - in de Transactiedocumentatie is - anders dan de VEB c.s. in het Verzoekschrift stellen<sup>10</sup> - niet overeengekomen dat Den Drijver bestuursvoorzitter van VDM zou worden. Pas na de overname van Curvalue heeft bestuursvoorzitter Böttcher bekend gemaakt dat hij voornemens was te vertrekken en Den Drijver gevraagd om hem op te volgen;
  - Kroon is geen bestuurder geweest van Curvalue, hetgeen ook blijkt uit de handelsregisterhistorie met betrekking tot het bestuur van Curvalue (**DD Productie 8**). Kroon was ook geen aandeelhouder van Curvalue en evenmin van VDM. Hij was ook geen bestuurder of commissaris van VDM. Kroon had (derhalve) geen enkel (financieel) belang bij de overname van Curvalue door VDM;
  - Voor zover de VEB c.s. in het Verzoekschrift (willen) betogen dat voor de overname van Curvalue door VDM niet een *arms' length* prijs is betaald, wordt dit door Den Drijver uitdrukkelijk betwist (overigens was Curvalue Limited, een Maltese vennootschap, een van de verkopers van Curvalue en niet Den Drijver in privé). De

<sup>10</sup> Sub 37 van het Verzoekschrift.

earn-out regeling die door VDM en verkopers was overeengekomen in de Transactiedocumentatie, stelt het betalen van een earn-out afhankelijk van de winst die Curvalue genereerde. In de transactiedocumentatie is voorts bepaald dat incidentele baten en lasten zouden worden genegeerd bij het bepalen van de winst in het kader van de earn-out regeling. De afboeking op Online Trader betrof een dergelijke incidentele last. Meer in het algemeen geldt dat een afboeking op de winst niet zonder meer leidt tot het niet verschuldigd zijn van een earn-out betaling. Indien Curvalue winst maakte was er een earn-out bedrag verschuldigd. VDM heeft aan verkopers earn-out betalingen verricht conform de in 2005 gemaakte afspraken. Deze afspraken waren *at arms' length* en conform de bestendige marktpraktijk;

- VDM was tot slot niet verplicht om de overname van Curvalue ter goedkeuring voor te leggen aan haar aandeelhouders. VDM heeft de details van de overname van Curvalue voorts in diverse persberichten uiteengezet, in de Jaarrekening 2006<sup>11</sup> toegelicht en, conform de toepasselijke regelgeving in de VS, opgenomen in haar 20-F Formulieren<sup>12</sup>, waarnaar de VEB c.s. verwijzen in het Verzoekschrift.<sup>13</sup> De stelling van Verzoeksters dat "*aandeelhouders slechts zeer summierlijk over (de overname van) Curvalue zijn geïnformeerd*"<sup>14</sup> is dan ook onjuist.<sup>15</sup>

15. Uit het voorgaande volgt dat de overname van Curvalue paste binnen de - in overleg met en op advies van organisatieadviesbureau McKinsey & Company - uiteengezette strategie van VDM. Anders dan Verzoeksters stellen leveren de overname van Curvalue en "*het binnenhalen van Den Drijver*"<sup>16</sup> geen gegronde redenen op om aan een juist beleid van VDM te twijfelen.

<sup>11</sup> Pagina 61 van de Jaarrekening 2006.

<sup>12</sup> Een 20-F formulier heeft betrekking op de registratie van effecten van zogenaamde Foreign Private Issuers in de VS. Het komt erop neer dat het jaarrapport volgens de Amerikaanse boekhoudregels verschijnt in de vorm van een 20-F formulier.

<sup>13</sup> Sub 32 van het Verzoekschrift.

<sup>14</sup> Sub 34 van het Verzoekschrift.

<sup>15</sup> Tot slot geldt dat zelfs als VDM haar aandeelhouders niet voldoende zou hebben geïnformeerd, dit niet aan Den Drijver kan worden verweten aangezien Den Drijver op dat moment - anders dan als vertegenwoordiger van Curvalue - nog niet bij VDM was betrokken.

<sup>16</sup> Sub 35 van het Verzoekschrift.

## Periode II: VDM van 1 mei 2006 tot 7 mei 2009

16. Op 5 april 2006 is Den Drijver door de aandeelhoudersvergadering van VDM benoemd als bestuurder van VDM. Op 1 mei 2006 heeft Den Drijver Böttcher opgevolgd als bestuursvoorzitter van VDM. Böttcher was gedurende de negen voorgaande jaren bestuurder van VDM, waarvan de laatste vier jaar bestuursvoorzitter. Het voorgaande blijkt onder meer uit het persbericht van 6 april 2006 van VDM (**DD Productie 9**) en de handelsregisterhistorie van VDM (zie **DD Productie 1**).
17. Ten tijde van het aantreden van Den Drijver bevindt VDM zich - zowel in de VS als in Europa - in een zorgelijke toestand. Met het oog hierop ziet VDM zich genoodzaakt om (ingrijpende) maatregelen te treffen.

### De VS

18. De Curatoren stellen in het Faillissementsverslag I dat de totale verliezen van VDM in de VS van 2002 tot en met 2007 een bedrag van meer dan EUR 250 miljoen beliepen.<sup>17</sup> Deze verliezen werden (zoals gezegd) met name geleden, althans vonden hun oorzaak in Periode I, onder andere het verdwijnen van de 'vloerhandel' aan de NYSE, de betrokkenheid van VDM in de VS bij voornoemde 'fraude' incidenten en zeer hoge kosten voor diverse juridische procedures. Na het aantreden van Den Drijver als bestuursvoorzitter heeft VDM in de VS het roer echter omgegooid ten gevolge waarvan genoemde verliezen sterk zijn teruggelopen.
19. In 2005 had VDM zichzelf, onder meer, ten doel gesteld om diverse activiteiten van VDMS uit te bouwen.<sup>18</sup> Ten einde dit doel te verwezenlijken, diende echter de betrokkenheid van VDM bij de verschillende fraudeschandalen en de procedures in de VS te worden beëindigd. Om die reden heeft Den Drijver, namens VDM/VDMS, in de periode 2006/2007:
  - een schikking getroffen met betrekking tot de sub 9 van het verweerschrift genoemde *class action*. Op grond van de overeengekomen schikking is er slechts een bedrag van USD 8 miljoen betaald aan de houders van ADRs, waarvan bovendien 60% werd voldaan door de verzekeraar van VDM. Dit terwijl er schadebedragen van

<sup>17</sup> Pagina 27 van het Faillissementsverslag I.

<sup>18</sup> Pagina 8 van de Jaarrekening 2005. Zie ook sub 36 van het Verzoekschrift.

tientallen miljoenen USD werden gevorderd. Een en ander blijkt mede uit het persbericht van 24 juli 2006 van VDM (**DD Productie 10**)<sup>19</sup>;

- een schikking getroffen met NYSE met betrekking tot de “*irregular stock loan transactions*” (zie sub 9 van het verweerschrift). VDM heeft op grond van deze schikking een bedrag aan NYSE betaald van USD 3,5 miljoen, hetgeen ook blijkt uit het persbericht van 10 juli 2006 van VDM (**DD Productie 11**),<sup>20</sup> en
- de kosten voor juridische procedures (die vele miljoenen USD op jaarbasis bedroegen) sterk teruggebracht.

20. In 2006 was het *hybrid model* (elektronische handel) aan de NYSE een feit. De *specialist* (hoekman) activiteiten van VDMS liepen dan ook sterk terug. VDMS heeft hierop 30% van haar werknemers ontslagen om de kosten te drukken.<sup>21</sup>

21. Mede naar aanleiding van de sterk teruglopende inkomsten in het tweede kwartaal van 2006, die het gevolg waren van een sterke daling van de handelsinkomsten in de VS, heeft VDM op 9 oktober 2006 een winstwaarschuwing afgegeven (**DD Productie 12**). Voorts had VDM van haar accountants vernomen dat er een 'material weakness' zat in de interne controle over de financiële verslaggeving met betrekking tot VDMS en VDM. Dit volgt uit pagina 101 van het 20-F formulier van 23 juni 2006 (**DD Productie 13**). Dit vormde (uiteindelijk) de aanleiding voor het aftreden van Pruis als financieel bestuurder op 16 oktober 2006. VDM heeft vervolgens besloten om een *impairment test* te laten uitvoeren ten aanzien van de immateriële activa van VDM, hetgeen tot substantiële afboekingen heeft geleid.<sup>22</sup>

22. Tot slot heeft VDM in de VS een aantal bestaande activiteiten uitgebreid en een aantal nieuwe activiteiten opgestart. In het derde kwartaal van 2006 heeft VDM bijvoorbeeld overeenkomsten gesloten met onder meer CBOE Stock Exchange, een onderdeel van de beurs van Chicago (“**CBSX**”)<sup>23</sup>, waarin zij een 20% deelneming heeft verkregen.<sup>24</sup>

<sup>19</sup> Pagina 88 van de Jaarrekening 2006.

<sup>20</sup> Pagina 89 van de Jaarrekening 2006.

<sup>21</sup> Pagina 15 van de Jaarrekening 2006.

<sup>22</sup> Pagina 12 van de Jaarrekening 2006.

<sup>23</sup> Zie [www.cbsx.com](http://www.cbsx.com).

<sup>24</sup> Pagina 15 van de Jaarrekening 2006.

23. De strategie van VDM vond zijn weerslag in de Jaarrekening 2006 waarin staat vermeld dat VDM voornemens was om haar opbrengsten uit de volgende activiteiten te verkrijgen:
- wereldwijd: als *market maker*<sup>25</sup>, *liquidity provider*<sup>26</sup>;
  - als broker voor professionele en institutionele beleggers;
  - als online broker, door een ieder - via OnlineTrader - toegang te bieden tot de aandelen en derivatenmarkt;
  - als deelnemer in strategische partnerschappen met diverse beurzen, zoals CBSX.<sup>27</sup>
24. De VEB c.s. verwijten VDM dat zij deze strategie niet of nauwelijks heeft gevolgd.<sup>28</sup> Dit verwijt is onterecht. Den Drijver merkt in dit kader het volgende op.<sup>29</sup>
25. Door de overname van Curvalue en de uitbreiding van de elektronische handelsactiviteiten in Europa was VDM in mindere mate afhankelijk van inkomsten vanuit VDMS. In de jaren na de overname van Curvalue verschoof het aandeel van de Europese activiteiten in de omzet van 20% (ten opzichte van 80% van de activiteiten in de VS) naar 80% (ten opzichte van 20% in de VS). De Europese handelsactiviteiten waren voor VDM cruciaal.
26. Met het oog op de verliezen, kosten en risico's die gepaard gingen met de notering aan de NYSE, heeft VDM in het laatste kwartaal van 2007 besloten de notering van VDM aan de NYSE te beëindigen, hetgeen uiteindelijk in 2008 is geëffectueerd. Dit bracht een substantiële besparing mee met betrekking tot kapitaalkosten en kosten voor adviseurs (zoals advocaten en accountants). Een en ander blijkt mede uit een memorandum van VDM dat naar aanleiding van de persconferentie van VDM op 15 november 2007 werd gepubliceerd op de website van VDM (**DD Productie 14**). Bovendien viel - ten gevolge van de beëindiging van de notering van VDM aan de NYSE - een bedrag van circa USD 120 miljoen vrij, het bedrag dat de NYSE als reserve eist van de bij haar aangesloten instellingen.<sup>30</sup> Deze gelden heeft VDM (na aftrek van het bedrag dat aan de bondholders

<sup>25</sup> Een *market maker* is een beurshandelaar die de handel in bepaalde effecten zoals aandelen of opties onderhoudt.

<sup>26</sup> De functie van *liquidity provider* of liquiditeitsverschaffer is in het leven geroepen op de effectenbeurs om te voorkomen dat de koersen in de kleinere fondsen al te hard schommelen door gebrek aan handel. Een liquiditeitsverschaffer geeft doorlopend koop- en verkooporders af zodat beleggers te allen tijde kunnen handelen.

<sup>27</sup> Pagina 8 van de Jaarrekening 2006.

<sup>28</sup> Zie paragraaf 37 van het Verzoekschrift.

<sup>29</sup> Den Drijver zal op een later moment in deze procedure wellicht nog nader op deze punten ingaan.

<sup>30</sup> Pagina 39 van de Jaarrekening 2007.

moest worden uitgekeerd) aangewend voor het versterken van haar handelsactiviteiten in Europa.

### *Europa*

27. Na de overname van Curvalue heeft VDM in Europa verschillende activiteiten ontplooid om nieuwe omzet te genereren.<sup>31</sup> VDM zette enerzijds de activiteiten van VDM als *market maker, liquidity provider*, de brokeractiviteiten en de handel voor eigen rekening voort. Zie in dit kader ook de jaarrekening van VDM over 2007 en 2008 (de "**Jaarrekening 2007**" en de "**Jaarrekening 2008**" - **DD Productie 15 en 16**).
28. Daarnaast ging VDM op zoek naar *opportunities* om nieuwe omzet te genereren in de markten waarmee zij reeds bekend was en die pasten binnen haar strategie: *brokerage* en de derivatenhandel. Deze worden hieronder besproken.

### Online brokerage

29. Curvalue had met Online Trader het elektronische handelssysteem in huis waar VDM naar op zoek was. Het paste in deze strategie van VDM om Online Trader verder te ontwikkelen en uit te breiden (zie ook hiervoor sub 13 van dit verweerschrift). In de jaren 2006 en 2007 heeft VDM dan ook veel geïnvesteerd in Online Trader. Onderdeel van de verdere ontwikkeling van Online Trader vormde de uitbreiding naar de consumentenmarkt.<sup>32</sup> De samenwerking met Avalon Media Group B.V. ("**AMG**") paste in dat kader<sup>33</sup>.
30. AMG is een mediaonderneming die nieuwe communicatie- en distributiekanaal introduceert en exploiteert in veranderende consumentenmarkten. De strategie van AMG kenmerkt zich door het combineren van traditionele distributiekanaal met nieuwe (digitale) distributiekanaal richting de consument, hetgeen blijkt uit - bijvoorbeeld - pagina 4 van het business plan van AMG (**DD Productie 17**).
31. Een van de pijlers waarop AMG zich in dit kader richtte was de muziekbranche. Medio 2007 had AMG plannen ontwikkeld om winkelketen Music Store, gericht op muziek en computerspellen, over te nemen. Een tweede business plan dat hierop specifiek ingaat

---

<sup>32</sup> Zie pagina 13 van de Jaarrekening 2007: "*with a strong professional trading fundament in place for 2008, Van Der Moolen is in an excellent position to penetrate further into the retail segment*".

<sup>33</sup> Zie [www.avalongroup.nl](http://www.avalongroup.nl).

wordt hierbij overgelegd als **DD Productie 18**. In verband met deze beoogde overname had AMG tevens belangstelling voor het digitale contentmanagement systeem van Digital Media Power EU B.V. ("**DIMP**").

32. Tijdens een bespreking tussen Wolfswinkel (financieel bestuurder van VDM) en Kroon medio 2007 kwam de overname van DIMP, waarvan Kroon destijds commissaris was, alsmede het plan van AMG om Music Store over te nemen, ter sprake. Wolfswinkel was direct enthousiast over de ideeën van AMG, hetgeen heeft geleid tot een bespreking op 20 december 2007 tussen vertegenwoordigers van AMG enerzijds en VDM anderzijds. Tijdens deze bespreking bleken beide partijen positief over een eventuele samenwerking tussen VDM en AMG. In deze samenwerking zou AMG zich met een nieuw ontwikkeld handelsplatform ("**Tradex**") richten op de (marketing en verkoop aan) consumenten. Hierbij was het onder meer de bedoeling dat in de winkels van de Music Store een speciale 'handelshoek' in te richten van waaruit de winkelbezoekers konden handelen. De op het Tradex-platform door consumenten verrichte transacties zouden via Online Trader worden afgehandeld door VDM. VDM wilde zich al langer richten op de consumentenmarkt en de ideeën van AMG pasten goed in de strategische visie van VDM. Dit heeft Wolfswinkel namens VDM bevestigd in een e-mail van 21 december 2007 aan AMG (**DD Productie 19**).
33. In het kader van de tussen VDM en AMG beoogde samenwerking heeft VDM een *due diligence* onderzoek laten verrichten naar AMG en hebben diverse gesprekken plaatsgevonden tussen VDM en (de accountant van) AMG.
34. Mede op basis van de uitkomst van het *due diligence* onderzoek heeft VDM besloten de samenwerking met AMG met betrekking tot het Tradex-project aan te gaan. De afspraken tussen AMG en VDM zijn vastgelegd in verschillende overeenkomsten en in de navolgende presentaties en business plannen (**DD Productie 20-23**):
- DD Productie 20 betreft een high-level business case waarin de cijfers voor het Tradex-project zijn doorberekend;
  - DD Productie 21 betreft een rapport van het internationale financiële adviesbureau Duff & Phelps, waarin een (commerciële) analyse wordt gemaakt van de markt voor e-brokers in West Europa. Uit dit rapport blijkt dat in heel West Europa de markt voor online handelen groeiende was; en

- DD Productie 22 en DD Productie 23 zijn bedrijfspresentaties die zijn opgesteld door of namens een door VDM ingesteld projectteam. Dit projectteam had als opdracht het handelen van consumenten met Tradex te implementeren, waardoor Online Trader verder kon worden uitgerold.

Uit voornoemde presentaties blijkt de strategie en het feitelijke plan van VDM in verband met Tradex.

35. Uit het voorgaande blijkt dat de (overeenkomst tot) samenwerking tussen VDM en AMG op zakelijke gronden is aangegaan en in lijn was met de strategie en het beleid zoals VDM dat met de overname van Curvalue voor ogen stond. Anders dan Curatoren in het Faillissementsverslag I stellen<sup>34</sup>, is de lening van VDM aan AMG niet “*branchevreemd*” maar paste deze lening binnen de strategie van VDM om Online Trader verder te ontwikkelen. De samenwerking tussen VDM en AMG levert dan ook geen gegronde redenen op om te twijfelen aan een juist beleid van VDM.<sup>35</sup>

#### Beëindiging Online Trader/start VDM Global Markets

36. In augustus 2008 heeft VDM besloten Online Trader te beëindigen wegens teleurstellende resultaten en hoge/grote (te verwachten) investeringen en inspanningen om een volledig geautomatiseerd *back office* systeem op te bouwen dat nodig was voor het functioneren van Online Trader op de juiste schaalgrootte in Europa.<sup>36</sup> De maandelijkse kosten voor Online Trader bedroegen op dat moment EUR 450.000. Door de beëindiging van Online Trader bespaarde VDM aldus per direct een bedrag van EUR 450.000 per maand. Bovendien bestond er inmiddels een (beter) alternatief voor Online Trader, namelijk VDM Global Markets (later genoemd: Gekko).<sup>37</sup> Als gevolg van het faillissement van VDM is het alternatief dat VDM Global Markets bood, helaas niet verder doorgezet.

#### Arbitragehandel

37. Naast de bovenomschreven activiteiten kondigde VDM op 9 oktober 2007 aan een samenwerking aan te gaan met GSFS Asset Management B.V. (“**GSFS**”) met betrekking tot arbitragehandel en de verhandeling van derivaten (**DD Productie 24**). Met deze samenwerking haalde VDM extra kennis in huis over activiteiten die in het verlengde lagen

<sup>34</sup> Pagina 18 van het Faillissementsverslag I.

<sup>35</sup> Op een later moment in deze procedure zal Den Drijver nader op dit punt ingaan.

<sup>36</sup> Pagina 7 Jaarrekening 2008.

<sup>37</sup> Pagina 7 en 30 Jaarrekening 2008.

van haar bestaande handelsactiviteiten, zoals de arbitragehandel. Arbitragehandel betreft – kort gezegd – het profiteren van prijsverschillen tussen verschillende aan elkaar gerelateerde effecten en derivaten. Door het combineren van een aantal transacties kan een handelaar profiteren van een onevenwichtigheid op verschillende markten. Arbitragehandel is aldus naar zijn aard verbonden met de activiteiten van VDM op het gebied van (derivaten)handel voor eigen rekening. Overigens behoort arbitragehandel tot de activiteiten van diverse handelshuizen, waaronder Optiver, All Options en IMC.<sup>38</sup>

38. VDM en GSFS hebben zich in het kader van hun samenwerking onder andere gericht op zogenaamde “dividendarbitrage” waarbij wordt geprofiteerd van verschillen in de belastingregimes tussen landen. Dividendarbitrage bood VDM veel potentieel.
39. De tijdsgeest en het sentiment bij de verschillende Europese overheden ten aanzien van dividendarbitrage was echter niet altijd positief en de belastingdiensten van een aantal landen hadden dan ook te kennen gegeven hun beleid op het gebied van dividendarbitrage mogelijk te zullen wijzigen. Op basis van deze ontwikkelingen en de daarmee gepaard gaande risico's heeft VDM besloten om, conform goed koopmanschap, de winst terzake dividendarbitrage eerst te boeken op het moment dat de gelden ontvangen werden. VDM was echter wel optimistisch over de kansen dat aanzienlijke opbrengsten uit dividendarbitrage ontvangen zouden worden.
40. Bij brief van 16 september 2009 aan Curvalue II GmbH (een 100% dochtervennootschap van VDM) heeft de Duitse belastingdienst bijvoorbeeld te kennen gegeven dat Curvalue II GmbH op korte termijn een teruggave van EUR 32,8 miljoen zou ontvangen. Op 21 oktober 2009 heeft Curvalue II GmbH vervolgens dit bedrag van EUR 32,8 miljoen ontvangen.<sup>39</sup> Van voornoemd bedrag kwam circa EUR 22 miljoen de facto toe aan VDM.
41. De wijze waarop de samenwerking tussen VDM en GSFS was vormgegeven doet in dit kader niet ter zake en levert al helemaal geen reden op om aan een onjuist beleid te twijfelen.

#### Inkoop van aandelen

42. In 2007 heeft VDM besloten om over te gaan tot de inkoop en intrekking van eigen (cumulatief preferente) aandelen. De inkoop van eigen aandelen in VDM vond plaats

---

<sup>39</sup> Pagina 18 van het Faillissementsverslag I.

krachtens besluit van 26 april 2007 van de algemene vergadering van aandeelhouders van VDM, waarbij een inkoopprogramma voor de duur van 13 maanden werd geautoriseerd. Op 22 mei 2008 is een opvolgend inkoopprogramma goedgekeurd door de aandeelhoudersvergadering van VDM.<sup>40</sup> Het doel van de inkoop van eigen aandelen in VDM was onder meer het verwerven van aandelen voor de beloning van medewerkers (VDM wenste de "cash"-bonuscultuur om te zetten in een structuur waarin haar medewerkers/handelaren mede - over een langere periode - betaald werden in aandelen), de verdere optimalisering van de kapitaalstructuur van VDM en vermindering van de kapitaalkosten.

43. In totaal is in 2008 voor ongeveer EUR 29 miljoen aandelen ingekocht, waarvan de helft betrekking had op het inkoopprogramma uit 2007. De inkoop van de aandelen, die tot twee keer toe door de algemene vergadering van aandeelhouders is gefiatteerd, was dan ook goed verdedigbaar en in het belang van VDM en haar stakeholders. Het inkopen van aandelen door een beursvennootschap is ook zeker niet ongebruikelijk. Niet valt in te zien waarom de inkoop van eigen aandelen door VDM een gegronde reden oplevert om aan een juist beleid te twijfelen.<sup>41</sup>
44. In 2008 werd een geconsolideerd verlies geleden van EUR 12,5 miljoen, tegen een verlies van EUR 89,8 miljoen in 2007.<sup>42</sup> Het zij herhaald: indien VDM geen voorziening had hoeven opnemen in de Jaarrekening 2008 met betrekking tot de teruggave van dividendbelasting, had VDM 2008 - voor het eerst in vele jaren - met winst afgesloten.
45. Het eerste halfjaar 2009 resulteerde in een verlies van EUR 8,7 miljoen.<sup>43</sup> Indien wordt uitgegaan van een verlies van EUR 89,8 miljoen in 2007, is in deze cijfers een duidelijke stijgende lijn te ontdekken. Hieruit blijkt dat de verliezen van VDM niet zo zeer voortvloeien uit de activiteiten van VDM, maar slechts uit incidentele boekhoudkundige afboekingen.

**Periode III: VDM van 7 mei 2009 tot 10 september 2009 (datum faillissement)**

46. Op 7 mei 2009 traden Zwart en Paardekooper - nadat zij een uitvoerig *due diligence* onderzoek hadden verricht naar VDM - aan als commissarissen bij VDM. VDM zat op dat

<sup>40</sup> Pagina 10 en 23 van de Jaarrekening 2007.

<sup>41</sup> Verzoekschrift sub 38e.

<sup>42</sup> Pagina 6 van het Faillissementsverslag I.

<sup>43</sup> Pagina 6 van het Faillissementsverslag I.

moment midden in de voorbereidingen voor een complexe verhuizing vanuit twee verschillende locaties naar Schiphol. De verhuizing stond gepland voor 17 juli 2009 en heeft ook op die datum plaatsgevonden.

47. De verhouding tussen Den Drijver en Zwart was van begin af aan moeizaam door het solistisch optreden van Zwart zowel binnen de raad van commissarissen als in de verhouding tussen de raad van commissarissen en de raad van bestuur.
48. Aangezien in oktober 2009 de door KBC aan VDM verstrekte kredietfaciliteit van EUR 10 miljoen diende te worden afgelost (zie de Jaarrekening 2008)<sup>44</sup>, was het bestuur van VDM ten tijde van het aantreden van Zwart en Paardekooper druk doende met een nieuwe kredietaanvraag bij KBC waarover eind 2009 door KBC zou worden besloten. De nieuwe commissarissen, in het bijzonder Zwart, werden hierbij nauw betrokken.
49. Medio juni 2009 heeft Zwart op eigen initiatief de accountant van VDM, Ernst & Young ("E&Y"), opdracht gegeven om een (aanvullende) controle uit te voeren op de halfjaar cijfers. VDM was hiertoe niet verplicht. Bovendien heeft Zwart zijn medecommissaris McNally, die nota bene voorzitter van de Audit Committee was, hierin niet gekend.
50. Te midden van de verhuizingsperikelen en het onderzoek van E&Y drongen Zwart en Paardekooper voorts aan op een nader onderzoek door onderzoeksbureau Krüger & Partners ("**Krüger & Partners**"). Zwart en Paardekooper wensten - naar eigen zeggen - (meer) inzage te verkrijgen in "*de status quo binnen de onderneming van VDM*".<sup>45</sup> De timing voor dit onderzoek was hoogst ongelukkig. Naast het onderzoek van E&Y waren ook onderzoeken gestart door de AFM, DNB en de Belastingdienst, waardoor de operationele bedrijfsvoering van VDM medio juni/juli 2009 nagenoeg stil kwam te liggen.
51. Den Drijver had Zwart en E&Y hier al voor gewaarschuwd. Bij e-mail van 15 juli 2009 heeft hij Zwart als volgt bericht:

---

<sup>44</sup> Pagina 33 van de Jaarrekening 2008.

<sup>45</sup> Pagina 11 van het Faillissementsverslag I. Zwart en Krüger & Partners hadden een bestendige zakelijke relatie en Den Drijver bestrijdt met klem dat het hier een onafhankelijk en neutraal onderzoek betreft. De uitkomsten van het rapport van Krüger en Partners op 6 augustus 2009 zijn onjuist, maar zullen in het onderhavige verweerschrift niet uitgebreid worden besproken. Uit het door Verzoekers verzochte onderzoek zal de juistheid van de stellingen van Den Drijver blijken.

*"Wij hebben eerder afgesproken dat alle opdrachten aan derden via de directie lopen en in overleg zullen zijn met E&Y en medecollega's. Gezien de zorgvuldigheid van dit proces stel ik dat E&Y (die midden in dit proces zitten) de enige juiste partij zijn om een evenwichtig goed gebalanceerd beeld te geven. E&Y zit midden in de solvabiliteitsanalyse.*

*(...)*

*Kun je mij bevestigen dat je inmiddels contact hebt opgenomen met (...) de collega's binnen de Audit Committee, inclusief voorzitter Audit Committee [zijnde McNally – L&L].*

*(...)*

*Voordat ik als directie deze opdracht kan ondersteunen, wil ik eerst antwoord op mijn vragen daar zoals je weet de onderneming overbelast is door de verschillende onderzoeken die reeds plaatsvinden."*

52. Enkele uren na deze e-mail heeft Zwart een RvC vergadering aangekondigd waarin de schorsing van de Den Drijver aan de orde zou komen.
53. Uit telefonisch overleg tussen Den Drijver en McNally bleek vervolgens dat de schorsing van Den Drijver aan McNally was gepresenteerd als een voldongen feit. Er was derhalve geen sprake van een weloverwogen besluit van de raad van commissarissen als geheel en er was al helemaal geen sprake van een besluit dat de vrucht was van onderling overleg.
54. Op 17 juli 2009 heeft Den Drijver, onder zware druk van Zwart, besloten om terug te treden als bestuursvoorzitter van VDM.
55. Bij zijn vertrek heeft Den Drijver met Zwart besproken welke urgente lopende zaken op korte termijn dienden te worden opgepakt. Dit betrof onder meer de verkoop van het belang van VDM in CBSX (er was concrete interesse voor de aandelen, die een waarde hadden van circa USD 10 miljoen), het afronden van de herfinanciering bij KBC (waarbij het krediet met EUR 5 miljoen zou worden verhoogd tot EUR 15 miljoen) en contact opnemen met de Duitse belastingdienst over de te ontvangen belastingteruggave groot EUR 32,8 miljoen. In de vier weken die daarop volgden hebben Zwart en Paardekooper op geen van deze punten actie ondernomen maar er voor gekozen de bedrijfsvoering van VDM de facto te staken. Op 10 augustus 2009 hebben Zwart en Paardekooper surseance van betaling voor VDM aangevraagd. Op 10 september 2009 was het faillissement van VDM een feit.<sup>46</sup>

---

<sup>46</sup> Den Drijver zal op een later moment in deze procedure nader op de gebeurtenissen in Periode III ingaan.

**Periode IV: VDM van 10 september 2009 (datum faillissement) tot heden**

56. Periode IV heeft betrekking op de periode vanaf het faillissement van VDM tot op heden. Den Drijver zal op een later moment in deze procedure nader op deze Periode IV ingaan.

**Gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen**

Aanvraag surseance

57. Aan de hand van het Faillissementsverslag I en het tweede faillissementsverslag van 2 maart 2010 (het "**Faillissementsverslag II**" - **DD Productie 25** kan worden vastgesteld dat:

- op 21 oktober 2009, ongeveer een maand nadat het faillissement is uitgesproken over VDM, Curvalue II GmbH, een 100% dochtervennootschap van VDM, een bedrag van EUR 32,8 miljoen heeft ontvangen van de Duitse belastingdienst;<sup>47</sup>
- VDM, althans VDM Effecten Specialists B.V. ("**VDMES**"), een 100% dochtervennootschap van VDM, op (korte) termijn nog een bedrag van EUR 5,7 miljoen verwacht te ontvangen van de Nederlandse belastingdienst en circa EUR 10 miljoen van de Zwitserse belastingdienst.<sup>48</sup>
- VDM daarnaast over het boekjaar 2009 nog verschillende vorderingen ten bedrage van vele miljoenen euro's op diverse buitenlandse fiscale autoriteiten heeft;<sup>49</sup>
- het totaal bedrag van concurrente vorderingen van VDM een bedrag van EUR 13.797.851,14. beloopt<sup>50</sup>;
- het totaal bedrag van preferente vorderingen van VDM een bedrag van EUR 161.656,59 beloopt.<sup>51</sup>

<sup>47</sup> Pagina 18 van het Faillissementsverslag I en pagina 11 van het Faillissementsverslag II.

<sup>48</sup> Pagina 19 van het Faillissementsverslag I en pagina 11 van het Faillissementsverslag II.

<sup>49</sup> Den Drijver zal op een later moment in deze procedure nader op dit onderwerp ingaan.

<sup>50</sup> Laatste pagina van bijlage 4 bij het Faillissementsverslag II.

<sup>51</sup> Laatste pagina van bijlage 4 bij het Faillissementsverslag II.

58. Het bovenstaande brengt mee dat er - na voldoening van alle crediteuren - nog een zeer substantieel bedrag in de boedel over blijft. Het bovenomschreven handelen van Zwart en Paardekooper, alsmede de aanvraag van de surseance door VDM en het daarop volgende faillissement leveren dan ook gegronde redenen op om aan een juist beleid van VDM te twijfelen.
59. Den Drijver stelt zich aldus op het standpunt dat er gegronde redenen zijn om te twijfelen aan een juist beleid van VDM in de zin van artikel 2:350 lid 1 BW. Den Drijver meent echter - anders dan Verzoeksters - dat deze redenen niet zijn gelegen in Periode II. Eerst bij het aantreden van Zwart en Paardekooper als commissarissen bij VDM zijn er gegronde redenen ontstaan om aan een juist beleid te twijfelen. Bij het gelasten van het onderzoek verzoekt Den Drijver de Ondernemingskamer dan ook om de periode waarover het onderzoek wordt gelast te beperken tot Periode III en Periode IV en aan onderzoekers opdracht te geven, althans hen in overweging te geven, in ieder geval aandacht te besteden aan het optreden en functioneren van Zwart en Paardekooper als commissarissen, en later als bestuurders, van VDM.

**Door VEB c.s. aangevoerde redenen om aan een juist beleid te twijfelen**

60. Een aantal door de VEB c.s. aangevoerde redenen om aan juist beleid te twijfelen zijn hierboven reeds aan de orde geweest. In aanvulling hierop het volgende.
61. In het Verzoekschrift stellen de VEB c.s. zich ten onrechte op het standpunt dat de belangrijkste redenen om aan een juist beleid bij VDM te twijfelen de volgende zijn:

*“de tekortschietende corporate governance, het structureel falend ondernemingsbeleid en misleiding van het belegend publiek”<sup>52</sup>*

*Tekortschietende corporate governance<sup>53</sup>*

62. In de periode dat Den Drijver bestuursvoorzitter van VDM was (van mei 2006 tot juli 2009) hebben de raad van bestuur en de raad van commissarissen van VDM - anders dan Verzoeksters stellen - naar behoren gefunctioneerd. In deze periode was geen sprake van een tekortschietende corporate governance.

<sup>52</sup> Sub 19 van het Verzoekschrift.

<sup>53</sup> Sub 21 tot en met 31 van het Verzoekschrift.

Raad van bestuur van VDM

63. Van mei 2006 tot juli 2008 heeft Den Drijver in zijn hoedanigheid van bestuursvoorzitter van VDM deel uitgemaakt van een meerkoppige raad van bestuur. Een en ander conform artikel 13.1 van de statuten van VDM (**DD Productie 26**) dat bepaalt:

*“het bestuur van de vennootschap wordt gevormd door een directie, bestaande uit twee of meer leden”.*

64. Met het aftreden van financieel bestuurder Wolfswinkel op 11 juli 2008 ontstond er een vacature voor de functie van financieel bestuurder in de raad van bestuur van VDM. Daarmee was er sprake van een situatie van ontstentenis.<sup>54</sup> Artikel 19 van de statuten van VDM bepaalt in dit kader:

*“ingeval van ontstentenis of belet van een lid van de directie zijn de andere leden of is het andere lid van de directie tijdelijk met het bestuur van de vennootschap belast”*

65. De statuten van VDM erkennen derhalve expliciet dat een situatie van ontstentenis ertoe kan leiden dat er gedurende een bepaalde periode sprake is van een eenkoppig bestuur. Anders dan Verzoeksters stellen is dit dus niet in strijd met de statuten van VDM. Het feit dat de situatie van ontstentenis ongeveer een jaar heeft voortgeduurd doet hieraan - anders dan de VEB c.s. stellen - niet af. Noch uit de statuten van VDM, noch uit jurisprudentie en literatuur volgt immers dat op VDM de plicht rustte *“onverwijld”* te voorzien in de vervulling van een vacature in haar raad van bestuur.<sup>55</sup> Ook de Principles and Best Practices van VDM (**DD Productie 27**) en Nederlandse corporate governance codes van 2004 en 2009 bevatten geen verplichtingen hieromtrent.

66. De stelling van Verzoeksters dat het laten voortduren en niet onverwijld voorzien in de vacatures in strijd is met de statuten is dan ook onjuist. Bovendien geldt dat zelfs indien het bovenstaande handelen van VDM kwalificeert als handelen in strijd met de statuten van VDM en/of de Principles and Best Practices van VDM en/of Nederlandse corporate

<sup>54</sup> Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 437.

<sup>55</sup> De Ondernemingskamer achtte een periode van vijf jaar van ontstentenis te lang en verbond er de consequenties aan die zij nodig achtte, OK 19 december 1985, waartegen cassatie HR 24 december 1986, NJ 1987, 903.

governance bepalingen, hiermee niet voorshands vaststaat dat er sprake is van een gegronde reden om aan een juist beleid te twijfelen.<sup>56</sup>

67. Overigens heeft VDM zich gedurende de periode van ontstentenis wel degelijk ingespannen om onverwijld nieuwe bestuurders aan te trekken, hetgeen er onder meer in heeft geresulteerd dat Kroon - voormalig bestuurder en president commissaris van VDM - in 2009 bereid werd gevonden om aan te treden als bestuurder. De stelling dat VDM "in een crisisperiode genoeg nam met een eenkoppig bestuur"<sup>57</sup> is dan ook onjuist. Op de algemene vergadering van aandeelhouders van 7 mei 2009 is de benoeming van Kroon goedgekeurd onder voorbehoud van toestemming van de AFM.<sup>58</sup> Een en ander blijkt mede uit het persbericht van 14 mei 2009 van VDM (**DD Productie 28**). Op 15 juli 2009 heeft Kroon zich terugtrokken als kandidaat voor de benoeming als bestuurder van VDM. Dit terugtreden van Kroon kan vanzelfsprekend niet aan VDM worden toegerekend. VDM is ook op zoek gegaan naar andere gegadigden en heeft daarmee gesprekken gevoerd.
68. De VEB c.s. stellen zich tot slot op het standpunt dat het verloop binnen de leden van de raad van bestuur van VDM onrustbarend hoog is geweest in de periode dat Den Drijver bestuursvoorzitter van VDM was. Deze stelling is irrelevant en onjuist.
69. De voorbeelden waarnaar VEB c.s. in het Verzoekschrift verwijzen - Pruis, Van den Water, Wolfswinkel en Rondeltrap - overtuigen immers niet.
70. Reeds sub 21 van dit verweerschrift is uiteengezet dat Pruis in 2006 met onmiddellijke ingang zijn ontslag had ingediend met het oog op de 'material weakness' in de interne controle over de financiële verslaggeving en de *impairment test* op de immateriële activa van VDM.<sup>59</sup> Het feit dat Van de Water slechts een half jaar financieel bestuurder van VDM is geweest, is inherent aan het feit dat Van de Water Pruis opvolgde als 'ad interim' bestuurder, een functie die naar zijn aard tijdelijk is. Wolfswinkel heeft geruime tijd gefunctioneerd als bestuurder en heeft zijn functie om persoonlijke redenen neergelegd. Rondeltrap is tot slot gedurende de substantiële periode van vier jaar en zeven maanden *chief operating officer* van VDM geweest.

<sup>56</sup> Zie B. Winters en P.N. Ploeger, 'Kroniek enquêterecht', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2006-2002*, Deventer: Kluwer 2007, p. 27.

<sup>57</sup> Sub 25 van het Verzoekschrift.

<sup>58</sup> De AFM is belast met het toetsen van de betrouwbaarheid van bestuurders van VDM ex art. 4:10 Wft.

71. Uit het voorgaande volgt dat de corporate governance van VDM en het functioneren van de raad van bestuur van VDM geen gegronde redenen opleveren om aan een juist beleid te twijfelen.

Raad van commissarissen

72. Met het aftreden van Arentsen en Van den Broek in mei 2008 heeft de raad van commissarissen van VDM tot het aftreden van Den Drijver in juli 2009 uit twee personen bestaan, McNally en De Marez Oyens. Een en ander conform artikel 20.1 van de statuten van VDM dat bepaalt:

*“De vennootschap heeft een raad van commissarissen, bestaande uit ten minste twee natuurlijke personen”*

73. De Nederlandse Corporate Governance Codes van 2003 en 2009 kennen geen bepalingen met betrekking tot de omvang van de raad van commissarissen. Artikel 3.1 van de Principles and Best Practices van VDM bepaalt:

*“The supervisory board consists of such number of members as fixed in accordance with the articles of association of the Company”*

De Principles and Best Practices van VDM verwijzen ten aanzien van de omvang van de raad van commissarissen derhalve naar de statuten van VDM.

74. De omvang en samenstelling van de raad van commissarissen werd vervolgens gepubliceerd op de website van VDM en in de Jaarrekeningen.<sup>60</sup> In de Jaarrekeningen is voorts veel aandacht besteed aan de beschrijving van de omvang, samenstelling en werkwijze van de raad van commissarissen van VDM. VDM is hierover altijd transparant geweest.
75. Na het aftreden van Den Drijver in juli 2009, zijn Zwart en Paardekooper (feitelijk) de functie van bestuurder van VDM gaan bekleden. Daarmee bestond de raad van commissarissen van VDM nog slechts uit een lid, McNally, die kort daarop zelf ook nog zijn functie heeft neergelegd. Opmerkelijk is dat Paardekooper en Zwart na het aftreden van Den Drijver

---

<sup>60</sup> Pagina 12 van de Jaarrekening 2008, pagina 16 van de Jaarrekening 2007 en pagina 16 van de Jaarrekening 2006.

geen enkele poging hebben gedaan om nieuwe bestuurders (en commissarissen) aan te trekken. Integendeel, zij hebben ervoor gekozen de bedrijfsvoering van VDM de facto te staken en VDM via surseance van betaling naar een faillissement te leiden. Een en ander levert gegronde redenen op om aan een juist beleid bij VDM te twijfelen.

76. Verzoeksters stellen overigens ten onrechte dat McNally niet voldeed aan de onafhankelijkheidscriteria die worden gesteld aan een commissaris.<sup>61</sup> Hoewel McNally het jaar voorafgaand aan zijn aanstelling in zijn hoedanigheid van partner bij WiltonGroup als extern adviseur bij VDM was betrokken, voldeed McNally ten tijde van de aanstelling wel aan de overige onafhankelijkheidscriteria. Het voorgaande wordt uitdrukkelijk toegestaan door artikel III.2.1 de Nederlandse Corporate Governance code 2003. Ook zijn voorafgaand aan het aantreden van McNally als commissaris bij VDM afspraken gemaakt om eventuele *conflicts of interest* te voorkomen. VDM heeft het voorgaande gepubliceerd in de Jaarrekening 2008.<sup>62</sup>
77. Ten aanzien van de omvang en samenstelling van de auditcommissie wordt het volgende opgemerkt. Artikel III.5 van de Nederlandse Corporate Governance code 2003 bepaalt dat slechts als de raad van commissarissen uit meer dan vier leden bestaat, er een auditcommissie, remuneratiecommissie en een selectie- en benoemingscommissie moet worden ingesteld. Indien geen van de genoemde commissies wordt ingesteld (ten gevolge van het geringe aantal commissarissen) neemt de raad van commissarissen de taken van de verschillende commissies in zijn geheel op zich.
78. VDM heeft - hoewel zij hiertoe op grond van de Nederlandse Corporate Governance code 2003 niet verplicht was – een auditcommissie ingesteld. VDM heeft in haar jaarrekeningen voorts melding gemaakt van de onderbezetting van de auditcommissie.<sup>63</sup> In de Jaarrekening 2008 wordt bovendien opgemerkt dat de twee commissieleden over voldoende ervaring en expertise beschikken met betrekking tot de business, het financieel beleid en het risicoprofiel van VDM. VDM is dus altijd transparant geweest in haar beleid met betrekking tot de samenstelling en omvang van de auditcommissie en heeft daarmee aan het "pas toe of leg uit"-beginsel van artikel 2:391 lid 5 BW voldaan.

<sup>61</sup> Sub 29 van het Verzoekschrift.

<sup>62</sup> Pagina 18 van de Jaarrekening 2008.

<sup>63</sup> Pagina 14 en 17 van de Jaarrekening 2008.

79. Voor de beantwoording van de vraag of de raad van commissarissen van VDM tekort is geschoten in zijn taak om toezicht te houden op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken in de vennootschap, is van belang of de raad van commissarissen voldoende zelfstandig opereerde en zich voldoende kritisch opstelde ten opzichte van het door het bestuur gevoerde beleid.<sup>64</sup> Anders dan VEB c.s. stellen, volgt uit het feit dat de raad van commissarissen gedurende ongeveer een jaar uit twee leden heeft bestaan, niet dat de raad van commissarissen van VDM niet was berekend op zijn toezichthoudende taak.
80. Zoals opgemerkt waren McNally en De Marez Oyens onafhankelijke en ervaren commissarissen binnen deze specifieke bedrijfstak. De stelling van de VEB c.s. dat de raad van commissarissen van VDM door zijn omvang of samenstelling niet berekend was op zijn toezichthoudende taak is – buiten hetgeen sub 75 werd opgemerkt over de periode na juli 2009 - dan ook onjuist. De omvang en samenstelling van de raad van commissarissen leveren tot juli 2009 dan ook geen gegronde reden op om aan een juist beleid te twijfelen.

#### Ontslagvergoeding

81. Pruis is in oktober 2006 afgetreden en Wolfswinkel in juli 2008. De ontslagvergoedingen van Pruis en Wolfswinkel dienen derhalve te worden beoordeeld aan de hand van de Nederlandse Corporate Governance code 2003 op grond waarvan:

*“De hoogte van een ontslagvergoeding van een bestuurder bedraagt niet meer dan een maal het jaarsalaris, tenzij dit in de omstandigheden van het geval kennelijk onredelijk is”<sup>65</sup>*

82. Pruis heeft bij zijn ontslag een vergoeding van EUR 374.000 verkregen.<sup>66</sup> Het vaste deel van de bezoldiging van Pruis bedroeg in 2005 EUR 329.004.<sup>67</sup> Echter, Pruis is in dat jaar slechts negen maanden als bestuurder in functie geweest waardoor mogelijk de vaste vergoeding over 2005 niet gelijk is aan één jaar. Ook kunnen er andere omstandigheden aanwezig zijn geweest die een vergoeding van een jaarsalaris kennelijk onredelijk hebben gemaakt.

<sup>64</sup> OK 1 augustus 2003, JOR 2003, 256, ro. 3.8

<sup>65</sup> Artikel II.2 van de Nederlandse Corporate Governance code 2003.

<sup>66</sup> Pagina 110 van de Jaarrekening 2007

<sup>67</sup> Pagina 112 van de Jaarrekening 2005

83. De ontslagvergoeding die Wolfswinkel heeft gekregen was niet in strijd met de Nederlandse Corporate Governance code 2003.
84. De ontslagvergoedingen van Pruis en Wolfswinkel leveren dan ook geen gegronde redenen op om aan een juist beleid te twijfelen.

*Structureel falend beleid*<sup>68</sup>

Overname Curvalue

85. Reeds sub 10 en verder van dit verweerschrift is uiteen gezet dat de overname van Curvalue geen reden oplevert om aan een juist beleid van VDM te twijfelen.

Geen strategie; zwalkend beleid

86. Reeds sub 29 en verder van het verweerschrift is Den Drijver ingegaan op de verwijten die Verzoeksters hem maken ten aanzien van Online Trader, AMG en de inkoop van eigen aandelen, en heeft Den Drijver uiteengezet dat het beleid en de gang van zaken bij VDM over de Periode II geen gegronde redenen opleveren om aan een juist beleid bij VDM te twijfelen.
87. VEB c.s. stellen voorts dat *“de curatoren hebben vastgesteld dat Den Drijver er tot kort voor zijn aftreden een excessief en zakelijk niet te verantwoorden uitgavenpatroon op nahield”*.<sup>69</sup> Opmerkelijk is dat de VEB c.s. deze stelling volstrekt onvoldoende onderbouwen. Den Drijver betwist overigens dat hij er een excessief uitgavenpatroon op nahield. Voor zover VDM betalingen heeft verricht ten behoeve van Den Drijver in privé, zijn deze allen – op basis van de interne declaratieprocedure - door Den Drijver aan VDM terugbetaald.
88. Ook de stelling van de VEB c.s. dat *“Hoewel mogelijk geen directe oorzaak van het faillissement is aannemelijk dat dit gedrag heeft bijgedragen aan een cultuur bij Van der Moolen waarin de kans op ontsporingen werd vergroot en draagt een en ander bij aan verdere twijfel over de juistheid van het gevoerde beleid”*<sup>70</sup> is ongefundeerd en onjuist. VDM en Den Drijver waren juist heel bewust bezig met de bedrijfscultuur en met het wijzigen van de *“bonuscultuur”* in het bijzonder. Dit was ook de reden dat een gedeelte van de handelaren van VDM in 2009 zijn vertrek aankondigde.

<sup>68</sup> Sub 32 tot en met 43 van het Verzoekschrift.

<sup>69</sup> Sub 38f van het Verzoekschrift.

<sup>70</sup> Sub 38f van het Verzoekschrift.

89. Den Drijver heeft zelf ook afstand gedaan zijn bonus over 2008 (deze bedroeg circa 40% van zijn jaarsalaris). In de Jaarrekening 2008 wordt terzake gesteld:

*“The supervisory board has granted Mr. Den Drijver a bonus based on the realisation of the non-financial targets and the discretionary part. Mr. Den Drijver however decided to forgo his bonus in view of the underperformance of the Company”.*

Reeds uit het voorgaande blijkt dat er bij VDM geen sprake is van een cultuur bij VDM waarin *“de kans op ontsporingen werd vergroot”*.

90. VEB c.s. stellen voorts dat VDM in vergelijking met een vermeende “Peer Group” bestaande uit Optiver, All Options en IMC zodanig structureel afwijkt in haar prestaties dat er rekening moet worden gehouden met *“de mogelijkheid dat de grenzen van elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap door (organen van) Van der Moolen zijn geschonden”*. Het is Den Drijver niet duidelijk wat VEB c.s. hiermee bedoelen. Overigens hebben VEB c.s. ook nagelaten om te verwijzen naar de bronnen van de cijfers die zij aanhalen, deze worden reeds hierom door Den Drijver betwist.

91. Tussen de door VEB c.s. genoemde vermeende “Peer Group” en VDM bestaan voorts grote verschillen. Een aantal voorbeelden terzake:

- de vermeende “Peer Group” heeft niet te maken gehad met een verlieslatende bedrijfstak in de VS;
- anders dan VDM zijn Optiver, All Options en IMC van oudsher *market makers* en geen hoekmannen. Het verdwijnen van de traditionele vloerhandel had dan ook geen (substantiële) invloed op de resultaten van deze vermeende “Peer Group” en noopten ook niet tot het zoeken naar nieuwe *opportunities* om omzet te genereren;
- de vermeende “Peer Group” bestaat - anders dan VDM - uit vennootschappen waarvan de aandelen niet op een gereguleerde markt worden verhandeld. VDM had bovendien een dubbele beursnotering, namelijk in Nederland en in de VS; en

- VDM had te maken met diverse juridische geschillen en procedures, die voortvloeiden uit de periode voorafgaand aan het aantreden van Den Drijver en die VDM grote schade hebben toegebracht.

92. Ook de vergelijking met de vermeende "Peer Group" levert derhalve geen gegronde reden op om aan een onjuist beleid te twijfelen.

*Geen misleiding belegend publiek*

93. VEB c.s. stellen tot slot dat het bestuur van VDM zich in "*persberichten en jaarverslagen*" tot kort voor het faillissement van VDM "*in positieve termen heeft uitgelaten over de financiële toestand van Van der Moolen, terwijl deze in werkelijkheid in een deplorabele toestand bleek te zijn*".<sup>71</sup> geldt het volgende.

94. Reeds in de Jaarrekening 2008 heeft VDM aangegeven dat de kredietfaciliteit bij KBC in oktober 2009 diende te worden terugbetaald en dat er een risico bestond dat VDM er niet in zou slagen om een nieuwe kredietfaciliteit aan te trekken. Daarnaast wordt in de Jaarrekening 2008 uitdrukkelijk gewezen op het feit dat de marktomstandigheden erg onzeker zijn en VDM om die reden geen voorspellingen doet over 2009.<sup>72</sup> Op 17 juli 2009 wordt door VDM voorts een winstwaarschuwing afgegeven (**DD Productie 29**) en aangegeven dat Den Drijver zou aftreden als bestuurder van VDM wegens "*tegenvallende resultaten*". Tot slot kan Den Drijver de stelling van VEB c.s. dat de markt "*misleid*" zou zijn, niet plaatsen in het licht van de (negatieve) ontwikkeling van de koers van het aandeel VDM. Het vorenstaande leidt tot de conclusie dat geen sprake is van "*misleiding*" van het belegend publiek en een en ander dan ook geen gegronde reden oplevert om aan een juist beleid te twijfelen.

Conclusie

95. Den Drijver heeft in het voorgaande voldoende aannemelijk gemaakt dat de door de VEB c.s. gestelde feiten ten aanzien van Periode II geen gegronde redenen opleveren om aan een onjuist beleid van VDM te twijfelen.

---

<sup>71</sup> Sub 44 van het Verzoekschrift.

<sup>72</sup> Pagina 33 van de Jaarrekening 2008.

## Aanwijzingen onderzoekers en inrichting verslag

96. In het Faillissementsverslag II staat:

*“het plan van actie is dat eerst het door VEB bij de Ondernemingskamer ingediende enquêteverzoek wordt afgewacht. Het verslag van de naar verwachting te benoemen enquêteur zal vervolgens de basis vormen voor verdere besluitvorming en mogelijke actie tegen voormalig bestuurder Den Drijver”<sup>73</sup>*

De bevindingen van door de Ondernemingskamer te benoemen onderzoekers kunnen aldus een belangrijke rol in een mogelijkerwijs door de Curatoren tegen Den Drijver te starten aansprakelijkheidsprocedure.

97. De Ondernemingskamer heeft met betrekking tot de vaststelling van de omvang en strekking van het onderzoek een grote vrijheid.<sup>74</sup> De Ondernemingskamer kan dan ook aanwijzingen aan de onderzoekers geven met betrekking tot hun taakvervulling. De onderzoekers zijn vervolgens aan de opdracht en aanwijzingen van de Ondernemingskamer gebonden. In dit kader verzoekt Den Drijver de Ondernemingskamer de onderzoekers te instrueren ervoor zorg te dragen dat de bij het onderzoek betrokken personen/partijen zich adequaat kunnen verdedigen tegen ‘beschuldigingen’ die tegen hen worden ingebracht.<sup>75</sup>

98. De beginselen van behoorlijk onderzoek zijn hierbij van wezenlijk belang. De door de onderzoekers te betrachten zorgvuldigheid vloeit voort uit deze beginselen. Het gaat hierbij - in het bijzonder - om:

- het zorgvuldigheidsbeginsel, waaronder kan worden verstaan het verzamelen van de nodige kennis omtrent relevante feiten, het bieden van gelegenheid aan degenen op wie het onderzoek betrekking heeft om te reageren op de bevindingen van de onderzoekers en de zorgvuldigheid van de procedure;

<sup>73</sup> Pagina 18 van het Faillissementsverslag II.

<sup>74</sup> HR 6 juni 2003, JOR 2003, 161 (*Scheipar*).

<sup>75</sup> Bartman & Holtzer, Ondernemingsrecht 2010 – 2, p. 82.

- het motiveringsbeginsel: het geven van voldoende inzicht in de beweegredenen en redeneertrant van de onderzoekers<sup>76</sup>; en
  - het beginsel van hoor en wederhoor dat meebrengt dat onderzoekers *alle* bronnen waarop zij hun conclusies en bevindingen baseren aan partijen kenbaar moeten maken.<sup>77</sup>
99. In de literatuur is de laatste jaren een breed pleidooi gehouden voor een met meer waarborgen omklede onderzoeksfase.<sup>78</sup> Deze lijn wordt ook door de wetgever gevolgd, hetgeen onder meer blijkt uit de voorgestelde wijziging van art. 2:351 BW in het Voorontwerp aanpassing enquêterecht (het "**Voorontwerp**" – **DD Productie 30**).
100. Het is daarom niet voldoende als de betrokken personen/partijen slechts in de gelegenheid wordt gesteld om opmerkingen te maken ten aanzien van het (concept)verslag. Ook gedurende de onderzoeksfase dienen deze personen/partijen in de gelegenheid te worden gesteld om inzicht te krijgen in de feiten en bevindingen die relevant zijn voor het onderzoek en het verslag van de onderzoekers.
101. Om de zorgvuldigheid en deugdelijkheid van een eventueel onderzoek te waarborgen, verzoekt Den Drijver de Ondernemingskamer om de onderzoekers op te dragen/te verzoeken aan de volgende richtlijnen te voldoen<sup>79</sup>:

<sup>76</sup> Blanco Fernández, Holtzer & Van Solinge, Richtlijnen voor de onderzoeker in enquêteprocedures, Serie vanwege het van der Heijden Instituut, deel 78 (2004), p. 19.

<sup>77</sup> Zie de opmerkingen van de Gecombineerde Commissie vennootschapsrecht van 8 januari 2010 in het kader van het Voorontwerp, p. 4; Toelichting bij het Voorontwerp aanpassing enquêterecht, p. 26 en EHRM 23 april 1997, NJ 1998, 279 (Mantovanelli). De overwegingen van het EHRM, die betrekking hebben op een deskundigenonderzoek in een civiele procedure, gelden evenzeer voor de onderzoeker in een enquêteprocedure.

<sup>78</sup> Zie o.a.: Hermans, 'Het onderzoek in de enquêteprocedure,' in: Geschriften vanwege de Vereniging van Corporate Litigation, Serie vanwege het van der Heijden Instituut, deel 72 (2003), p. 113 – 173; Blanco Fernández e.a., Richtlijnen voor de onderzoeker in enquêteprocedures (2004); Geerts, Enkele formele aspecten van het enquêterecht, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, deel 46 (2004) en zeer recent: Bartman & Holtzer, Ondernemingsrecht 2010 – 2, p. 82-83.

<sup>79</sup> Deze richtlijnen zijn in lijn met het voorstel van de Gecombineerde Commissie vennootschapsrecht van 8 januari 2010 in het kader van het Voorontwerp en de door Blanco Fernández, Holtzer & Van Solinge opgestelde 'Richtlijnen voor de onderzoeker in enquêteprocedures' (zie voetnoot 77).

- de onderzoekers dienen de betrokken personen/partijen in de gelegenheid te stellen om opmerkingen te maken ten aanzien van de bevindingen van de onderzoekers voor zover deze op deze personen/partijen betrekking hebben;
- de onderzoekers dienen hiertoe het *gehele verslag* van hun bevindingen in concept aan de betrokken personen/partijen voor te leggen;
- de communicatie met de bij het onderzoek betrokken personen/partijen dient in het kader van de controleerbaarheid van het onderzoek behoorlijk te worden gedocumenteerd. Aan de betrokken personen/partijen dienen voorts kopieën van deze documentatie ter beschikking te worden gesteld;
- de onderzoekers dienen de betrokken personen/partijen kopieën te verstrekken van, althans toegang te geven tot, de bronmaterialen en gespreksverslagen waarop de onderzoekers hun bevindingen hebben gebaseerd;
- tot slot dient het verslag inzicht te verschaffen in de wijze waarop het onderzoek is uitgevoerd. De onderzoekers dienen daarbij niet alleen hun bevindingen te verantwoorden, maar ook de *wijze waarop* zij tot die bevindingen zijn gekomen. Dientengevolge dient het verslag slechts objectief verifieerbare stellingen te bevatten, die deugdelijk onderbouwd zijn.

**REDENEN WAAROM:**

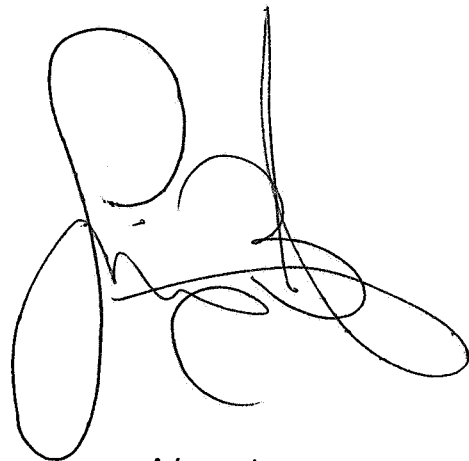
Den Drijver de Ondernemingskamer verzoekt, bij beschikking, uitvoerbaar bij voorraad:

- (1) een of meer deskundigen te benoemen tot het instellen van een onderzoek naar het beleid van en de gang van zaken bij de naamloze vennootschap Van der Moolen Holding N.V., gevestigd te Amsterdam, en de door haar gevoerde onderneming, over de periode van 7 mei 2009 tot 10 september 2009 (datum faillissement) (Periode III) en de periode na het faillissement (Periode IV) en daarbij in het bijzonder aandacht te besteden aan het optreden en functioneren van de heren Zwart en Paardekooper, met vaststelling van het bedrag dat het onderzoek hoogstens mag kosten; en

(2) te bepalen dat het onderzoek zal worden ingericht en uitgevoerd conform hetgeen hierboven sub 98 tot en met 102 is omschreven.

Kosten rechtens

Amsterdam, 11 maart 2010.



Advocaat