

HOF AMSTERDAM (ONDERNEMINGSKAMER)  
17 februari 2009, nr. 200.011.053 OK  
(Mrs. Willems, Faase, Faber, drs. Baart RA, prof. dr.  
Hoogendoorn RA)

BW art. 2:345, 349a lid 2, 350

**Recht van enquête.**

**Zijn er gegronde redenen om aan een juist beleid van Lycos te twijfelen rondom de voorgenomen verkoop van haar aandelen dan wel bedrijfs-onderdelen?**

*LE Holding, de grootaandeelhouder van Lycos Europe N.V. ('Lycos'), heeft de OK verzocht een onderzoek te bevelen naar het beleid en de gang van zaken van Lycos, betreffende de voorgenomen verkoop van haar aandelen dan wel bedrijfs-onderdelen. De verkoop is opgebouwd uit twee verkoopprocedures, waarbij de eerste verkoopprocedure zich richtte op de verkoop van de aandelen Lycos en de tweede verkoopprocedure de verkoop van de afzonderlijke bedrijfs-onderdelen omvatte.*

*LE Holding heeft vier bezwaren aan haar verzoek ten grondslag gelegd: (i) het bestuur van Lycos heeft eigenhandig besloten om af te wijken van het door de RvC gegeven mandaat waarbij werd uitgegaan van een verkoopprocedure waarbij zowel initiële biedingen op de aandelen van Lycos als op de bedrijfs-onderdelen van Lycos zouden worden geaccepteerd, (ii) het bestuur van Lycos is ten onrechte de tweede ronde van de eerste verkoopprocedure ingegaan met slechts één enkele potentiële koper, hetgeen nadelen en risico's op het gebied van de competitieve druk van een biedingsproces met zich bracht, (iii) het bestuur van Lycos heeft LE Holding als aandeelhouder en de RvC onjuist, ontijdig en onvoldoende geïnformeerd over de gang van zaken rondom de verkoopprocedure en (iv) het bestuur van Lycos heeft*

door LE Holding geuite bezwaren genegeerd en te laat maatregelen genomen.

Hof: Niet kan worden gezegd dat het bestuur van Lycos van het door de RvC gegeven mandaat is afgeweken of niet heeft uitgevoerd. Dat LE Holding als aandeelhouder onjuist, ontijdig of onvoldoende door het bestuur van Lycos over het verloop van de eerste verkoopprocedure is geïnformeerd, is evenmin aannemelijk.

Lycos heeft onbetwist gesteld dat het bestuur was aangewezen als het orgaan dat het verkoopproces zou leiden. In hoeverre die leiding vanuit commercieel oogpunt juist is geweest, is een kwestie van ondernemersbeleid, in de beoordeling waarvan de OK niet zal treden nu zij noch in de stukken noch ter zitting enige aanwijzing heeft gevonden dat het bestuur zijn taak heeft veronachtzaamd dan wel zodanig heeft vervuld dat geen redelijk handelend bestuurder de gevolgde handelwijze had kunnen kiezen met het oog op de belangen van de bij Lycos betrokkenen.

Niet kan worden gezegd dat het bestuur van Lycos niet in redelijkheid heeft kunnen besluiten om het tweede verkoopproces vorm te geven als een zelfstandige procedure met een eigen strategie en tijdspad en evenmin dat in dat proces door toedoen van het bestuur een onaanvaardbare vertraging is opgelopen. Tussen de grootaandeelhouders van Lycos bestaat een ernstig verschil van mening over de door het bestuur bij het verkoopproces gekozen strategie. Maar dit uiteenlopen van visies als zodanig is geen reden tot twijfel aan een juist beleid van Lycos. Dat LE Holding niet bij de besluitvorming van het bestuur omtrent de strategie van het verkoopproces is betrokken, heeft zij in de eerste plaats aan zichzelf te wijten.

#### Zie ook:

- HR 13 juli 2007, RF 2007, 62 en JOR 2007/178 (ABN Amro);
- HR 30 maart 2007, NJ 2007, 293, RO 2007, 50 (ATR Leasing);
- HR 18 november 2005, NJ 2006, 173 (Unilever);
- HR 20 november 1996, NJ 1997, 188;
- HR 26 juni 1996, NJ 1996, 730;
- HR 19 maart 1975, NJ 1976, 627;
- Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, RF 2007, 21 en JOR 2007, 42 (Stork);
- E. Soerjatin, 'Kroniek enquêterecht 2004: over consolidatie gesproken' in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2004/2005* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 82), Deventer: Kluwer 2005;
- B. Winters en P.N. Ploeger, 'Kroniek enquêterecht' in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2006/2007* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 93), Deventer: Kluwer 2007;
- P.M. Storm, 'Kroniek enquêterecht 2007' in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2007/2008* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 97), Deventer: Kluwer 2008;

- J.W.H. van Wijk, De Hoge Raad en het enquêterecht: een overzicht, *Ondernemingsrecht* 2007, 117.

#### Wenk:

De bevoegdheid van de OK om een enquête te bevelen betreft een discretionaire bevoegdheid. Er dient bij de uitoefening daarvan een afweging van de betrokken belangen plaats te vinden, met dien verstande dat voor toewijzing van een verzoek slechts plaats is, wanneer blijkt van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen (HR 20 november 1996, NJ 1997, 188 en HR 18 november 2005, NJ 2006, 173). Bij de beoordeling van het verzoek tot het instellen van een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken van de rechtspersoon komt de OK een ruime beoordelingsmarge toe (HR 30 maart 2007, NJ 2007, 293 en HR 26 juni 1996, NJ 1996, 730).

De OK zal eerst onderzoeken of er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid te twijfelen. In dit kader is van belang dat bij het enquêteverzoek niet hoeft vast te staan dat er sprake is van onjuist beleid. Het is voldoende dat er aan een juist beleid wordt getwijfeld. De rechter dient de overtuiging te krijgen dat er een behoorlijke kans bestaat, dat een enquête een onjuist beleid uitwijst (aldus A-G Van Soest, HR 19 maart 1975, NJ 1976, 627). Wanneer de OK vaststelt dat er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid te twijfelen, beoordeelt zij vervolgens of een belangenafweging ertoe leidt dat het enquêteverzoek moet worden toegewezen.

Verscheidene omstandigheden kunnen een rol spelen bij het beantwoorden van de vraag of er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid te twijfelen. De beantwoording is in grote mate afhankelijk van de specifieke feiten en omstandigheden van het geval. Geijkte omstandigheden zijn een patstelling, onvoldoende informatieverzorging, verstremgeling van privé belangen en het belang van de vennootschap, aanwezigheid van betere alternatieven voor het gevoerde beleid en het niet in acht nemen van zorgvuldigheid jegens minderheidsaandeelhouders. Daarentegen speelt eventuele (mede)schuld van een verzoeker aan de ontstane situatie ook een rol.

Bij het beantwoorden van de vraag of er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid te twijfelen kan een toetsing van bestuursbeleid derhalve aan de orde zijn. Uit eerdere beschikkingen volgt reeds dat het in beginsel aan het bestuur van de vennootschap is om de strategie van de onderneming te bepalen (HR 13 juli 2007, RF 2007, 62 en Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, RF 2007, 21). Interessant aspect van de onderhavige uitspraak is de norm die de OK hanteert bij het beoordelen van het ondernemersbeleid. De OK overweegt dat zij niet treedt in de beoordeling van het ondernemersbeleid nu er geen aanwijzing is gevonden dat het bestuur zijn taak heeft veronachtzaamd of miskend dan wel die taak zodanig

heeft vervuld dat geen redelijk handelend bestuurder de gevolgde handelwijze had kunnen kiezen met het oog op de betrokken belangen.

In meer dan de helft van de enquêteverzoeken slagen de verzoekers erin om voldoende aanmerkelijk te maken dat er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid te twijfelen. In het onderhavige geval is de verzoeker daarin niet geslaagd. Onder meer het eigen handelen van de verzoeker speelde hierbij een rol. Juist omdat de discretionaire bevoegdheid van de OK erg ruim is kan de HR een afwijzing van een enquêteverzoek slechts zeer beperkt toetsen.

LE Holding Corporation, te Wilmington, Delaware, Verenigde Staten van Amerika, verzoekster, adv. mr. J.V.P.J. Brada en mr. C.B. de Jong, proc. mr. J.V.P.J. Brada,

tegen

Lycos Europe N.V., te Haarlem, verweerster, adv. mr. J.D. Kleyn,

en tegen

1. Bertelsmann A.G.,

2. Bertelsmann Internet Holding GMBH, beide te Gütersloh, Bondsrepubliek Duitsland,

3. Fireball Internet GMBH, gevestigd te Hamburg, Bondsrepubliek Duitsland,

belanghebbenden, adv. mr. J.W. van der Staay.

#### Hof:

##### 1. Het verloop van het geding

1.1 Verzoekster (hierna LE Holding te noemen) heeft bij op 4 augustus 2008 ter griffie van de Ondernemingskamer ingekomen verzoekschrift met producties de Ondernemingskamer verzocht – voor zover niet letterlijk geciteerd zakelijk weergegeven –

1) een onderzoek te bevelen naar het beleid en de gang van zaken van Lycos Europe N.V. (hierna Lycos te noemen), specifiek betreffende de voorgenomen verkoop van haar aandelen onderscheidenlijk bedrijfsonderdelen, gedurende de periode vanaf 1 september 2007;

2) bij wijze van onmiddellijke voorzieningen voor de duur van het geding

a) Lycos te bevelen om 'met in achtneming van de eerder voorgestane strategie het verkoopproces onmiddellijk op een zodanige wijze in te richten als te doen gebruikelijk voor een voorgenomen transactie van deze omvang opdat het huidige verkoopproces tot een afronding komt';

b) Lycos te bevelen om 'alvast ervoor zorg te dragen dat er binnen enkele dagen adequate alternatieven voorhanden zijn voor het geval dat het huidige verkoopproces niet binnen enkele weken tot een commercieel verantwoorde afronding komt';

c) een medebestuurder te benoemen die is belast met het toezicht op een adequate uitvoering van deze onmiddellijke voorzieningen door het bestuur van Lycos;

3) Lycos te veroordelen in de kosten van het geding.

1.2 Lycos heeft bij op 30 september 2008 ter griffie van de Ondernemingskamer ingekomen verzoekschrift met producties de Ondernemingskamer verzocht het verzoek van LE Holding af te wijzen, met veroordeling LE Holding in de kosten van het geding.

1.3 Belanghebbenden (hierna gezamenlijk Bertelsmann te noemen) hebben bij op 6 oktober 2008 ter griffie van de Ondernemingskamer ingekomen verzoekschrift de Ondernemingskamer verzocht het verzoek van LE Holding af te wijzen, met veroordeling van LE Holding in de kosten van het geding.

1.4 Het verzoek is behandeld ter openbare terechtzitting van de Ondernemingskamer van 9 oktober 2008, alwaar de advocaten de standpunten van partijen aan de hand van – aan de Ondernemingskamer overgelegde – pleitaantekeningen nader hebben toegelicht, wat mr. Brada en mr. Kleyn betreft onder overlegging van (een) – op voorhand aan de Ondernemingskamer en de wederpartijen gezonden – nadere productie(s).

##### 2. De vaststaande feiten

2.1 Lycos is de houdstervennootschap van een groep van vennootschappen die zich in Europa bezig houdt met het aanbieden van *portals* en *online* adverteerders en het exploiteren van een netwerk van *websites* en internetproducten zoals *e-commerce*, zoekmachines en *online communities*. In 2007 waren er in totaal 697 medewerkers werkzaam bij Lycos en haar dochtervennootschappen in Europa. Het Amerikaanse deel van het Lycos concern staat juridisch gezien los van dit Europese deel en wordt hier buiten beschouwing gelaten.

2.2 Lycos is op 24 januari 2000 opgericht als *joint venture* van het Spaanse telecombedrijf Telefónica S.A. (hierna Telefónica te noemen) en het Duitse Bertelsmann concern. Haar gewone aandelen, in de statuten van de vennootschap aangemerkt als B-aandelen en vertegenwoordigende 35,8% van het totale geplaatste aandelenkapitaal, zijn ter beurse genoteerd in Frankfurt en Parijs. Telefónica houdt, via LE Holding, 32,1% van het geplaatste kapitaal van Lycos, Bertelsmann houdt 20% van het geplaatste kapitaal en A Holding (hierna A Holding te noemen), de persoonlijke houdstervennootschap van de huidige *Chief Executive Officer* van Lycos, houdt 12,1% daarvan. De familie A is grootaandeelhouder van het Bertelsmann concern.

2.3 Het aandelenbezit van LE Holding in Lycos bestaat voornamelijk uit AA-aandelen aan welke dezelfde financiële rechten zijn verbonden als aan de B-aandelen. Daarnaast geven de AA-aandelen het recht tot voordracht voor benoeming van drie leden van de raad van commissarissen (de commissarissen AA) en één lid van de raad van bestuur van Lycos. LE Holding heeft geen gebruik gemaakt van haar recht om een lid van de raad van bestuur voor te dragen en heeft uitsluitend drie commissarissen AA voorgedragen als lid van de raad van commissarissen. Per

eind 2007 zijn deze drie commissarissen AA niet onafhankelijk van Telefónica en LE Holding in de zin van artikel III.2.2(f) van de Nederlandse *Corporate Governance Code*.

2.4 Het aandelenbezit van Bertelsmann en A Holding in Lycos bestaat grotendeels uit AB-aandelen aan welke eveneens dezelfde financiële rechten zijn verbonden als aan de B-aandelen en welke daarnaast eveneens het recht geven tot voordracht voor benoeming van drie leden van de raad van commissarissen (de commissarissen AB) en één lid van de raad van bestuur van Lycos. A (hierna A te noemen) is momenteel het enige, door de aandeelhouders ABvoorgedragen, lid van het bestuur van Lycos. Daarnaast hebben de aandeelhouders AB gebruik gemaakt van hun recht om drie commissarissen AB als lid van de raad van commissarissen voor te dragen. Per eind 2007 zijn twee van de drie commissarissen AB niet onafhankelijk (in de zin van de Nederlandse *Corporate Governance Code*) van Bertelsmann.

2.5 Omdat Lycos al geruime tijd verliesgevend was heeft zij, op voorspraak van haar raad van commissarissen, in mei 2007 het consultancy bureau Bain & Company (hierna Bain te noemen) verzocht om haar strategische opties te onderzoeken, een analyse uit te voeren en aanbevelingen te doen. Het advies van Bain werd besproken in een vergadering van de raad van commissarissen van Lycos op 19 september 2007 waar ook het bestuur aanwezig was. Uitkomst van dat overleg was dat de raad van commissarissen het bestuur mandateerde om een proces op gang te zetten voor het afstoten van (onderdelen van) Lycos. De notulen van de vergadering van 19 september 2007 vermelden dienaangaande:

'Bain comes to the conclusion that [Lycos] is a depreciating asset. To remedy that depreciation, Bain has considered three options, i.e. going concern, restructuring or a total or partial divest. According to Bain a partial or total divest is het best option. (...)

A supports the Bain recommendation to try to find a new ownership structure for the company as a whole or for parts of it to get a chance to bring the various units to an economically more attractive market position. (...)

(...) [t]he Supervisory Board resolved as follows: Resolution:

The Supervisory Board recommends to divest [Lycos]. In order to start the divest process, the Management Board will together with the Chairman organise a beauty contest to mandate an investment bank. (...) The Management Board will together with the Chairman as soon as possible mandate an international law firm (...). The first task will be to analyse the necessary steps for a potential divest (...).'

2.6 In een brief van 9 november 2007 aan Telefónica heeft (het bestuur van) Lycos onder meer geschreven:

#### '1 Description of the proposed sale process (...)

The contemplated sale of [Lycos] might be carried out by a sale of the shares in [Lycos] (Alternative 1) or by a sale of business units/substantial assets by [Lycos] (Alternative 2). Both alternatives could of course be initiated simultaneously until a final decision on how to carry out the sale is made. Until such decision is made the key steps of the contemplated sale process (...) can roughly be described as follows:

- (...)
- (...)
- (...)
- (...)
- (...)
- Approach of potential buyers
- Review of indicative offers
- Decision whether to proceed with a sale of shares or business units
- (...)
- (...)

#### 2 Advantages and disadvantages of each sale alternative

(...) However, a general argument could be brought forward that the sum of the parts of [Lycos] has a higher value than the value being reflected in the share price of [Lycos]. This statement is based, however, on the assumption that potential investors are interested in the majority of business assets of [Lycos] and would not only aim for cherry picking of certain assets of [Lycos]. (...)

#### 3 Telefónica's involvement in the sale process

The sale process would in any of the two alternatives be initiated by [Lycos] and organized in particular by the management board of [Lycos]. (...) a regular consultation process would have to be established between [Lycos] (...) and the large shareholders Telefónica and Bertelsmann. (...) Enabling the management board of [Lycos] to initiate a smooth consultation process and share information relating to the sale process freely with Bertelsmann and Telefónica, both large shareholders shall enter into confidentiality and standstill agreements with [Lycos] (...). (...) Additionally, we have been advised that the consultation process would have to be arranged in a way that both large shareholders obtain the same level of knowledge. The easiest way to achieve this goal of equal information of both large shareholders is to establish a Consultation Committee. Members of the Consultation Committee would be the Chief Executive Officer of [Lycos] A and one representative of each of the large shareholders. Purpose of the Consultation Committee would be to convene meetings of all three parties or to hold respective telephone conferences anytime when considerable progress is made in the sale process.

4 Actions to be taken by Telefónica in the short run

In the short run, the Consultation Committee has to be established. (...)

Due to the indicative time plans it is expected to make a decision on whether to proceed with a sale of shares or business units probably until the end of February 2008.  
(...)

2.7 Aansluitend is de (in 2.6 bedoelde) *Consultation Committee* (hierna Stuurgroep te noemen) ingesteld, bestaande uit A, naam 1 als vertegenwoordiger van Telefónica (hierna naam 1 te noemen) en naam 2 als vertegenwoordiger van Bertelsmann (hierna naam 2 te noemen). Het eerste concept van de (in 2.6 bedoelde) geheimhoudingsovereenkomst was toen reeds in het bezit van Telefónica.

2.8 In de vergadering van de raad van commissarissen van Lycos van 27 november 2007 is, blijkens de notulen daarvan, besproken dat nog werd gewacht op ondertekening van de geheimhoudingsovereenkomsten met Bertelsmann en Telefónica en besloten 'As suggested by the Management Board and subject to the approach set out by Mr naam 3 [de voorzitter van de raad van commissarissen; Ondernemingskamer] (...) to mandate Dresdner Kleinwort as transaction advisor in respect of the proposed sale of [Lycos] as a whole in the first round.'

De Chief Financial Officer van Lycos heeft daarop toegelicht dat

'Dresdner Kleinwort's first approach is to sell the company as a whole. However, they will also take note of alternative counteroffers,'

waarna de voorzitter van de raad van commissarissen nader te kennen heeft gegeven dat

'[s]elling single assets may only be the second option and last resort.'

2.9 Het tweede concept van de geheimhoudingsovereenkomst is op 7 december 2007 aan Telefónica gezonden. Die overeenkomst is uiteindelijk op 18 januari 2008 door Lycos en Telefónica getekend. De inhoud van de geheimhoudingsovereenkomst met Bertelsmann is identiek daaraan.

2.10 Op 30 januari 2008 werd de zogeheten *kick-off meeting* gehouden waarna de eerste fase van het (eerste) verkoopproces is gestart. Overeenkomstig het op 27 november 2007 genomen besluit van de raad van commissarissen had die eerste fase betrekking op de verkoop van Lycos als geheel. Op 29 april 2008 heeft Lycos een persbericht doen uitgaan waarin zij aankondigt 'to launch a strategic review to evaluate its options, which may include, inter alia, a change or replacement of the main shareholders'.

2.11 Nadat in de periode januari-april 2008 onder meer een marktanalyse had plaatsgevonden, een lijst met potentiële kopers was opgesteld en een informatiememorandum (met het ondernemingsplan 2008 en andere financiële, operationele, juridische en overige informatie) was voorbereid en opgesteld, zijn in mei-juni 2008 managementpresentaties gehouden en (eerder) geselecteerde potentiële kopers uitgenodigd om niet bindende biedingen uit te

brengen op het gehele aandelenkapitaal van Lycos. Vanwege de teleurstellende resultaten (naar zeggen van Lycos zowel wat betreft het aantal geïnteresseerde partijen als wat betreft de financiële waardering van haar onderneming) van de indicatieve biedingen in dit eerste verkoopproces heeft het bestuur van Lycos in juni 2008 besloten zich — naast voortzetting van het proces van onderzoek van een bod op alle aandelen in Lycos — ook te richten op de verkoop van de onderneming in onderdelen. Dit tweede verkoopproces was ten tijde van de terechtzitting in deze zaak nog niet afgerond.

2.12 Gedurende de gehele periode van het eerste verkoopproces, van januari tot juni 2008, hebben op regelmatige basis (telefonische) vergaderingen van de Stuurgroep plaatsgevonden. Daarbij waren naast de leden van de Stuurgroep meestal tevens vertegenwoordigers van Dresdner Kleinwort aanwezig, alsmede de CFO van Lycos en een tweede vertegenwoordiger van Telefónica. Voorts heeft Dresdner Kleinwort op 3 april 2008 in Amsterdam een presentatie gegeven voor de raad van commissarissen van Lycos en een agenda voorbereid voor de bijeenkomst van de Stuurgroep van 16 april 2008. Hierbij is zij steeds ervan uitgegaan dat in deze fase nog alleen een verkoop van Lycos als geheel aan de orde was, zij het dat kopers in staat werden gesteld om de meest aantrekkelijke activa te identificeren voor het geval een verkoop van bedrijfsonderdelen aan de orde zou komen. In mei 2008 zijn de uitnodigingen aan geselecteerde potentiële kopers verzonden; deze moesten vóór 9 juni 2008 een indicatief bod uitbrengen.

2.13 In de bijeenkomst van de Stuurgroep van 16 juni 2008 heeft Dresdner Kleinwort 'discussion material' ingebracht waarin was opgenomen een overzicht van geïnteresseerde partijen die zich uit het biedingsproces hadden teruggetrokken of geen bod uitbrachten en is het resultaat van het eerste verkoopproces besproken. In haar schrijven van 17 juni 2008 aan Lycos en Bertelsmann heeft Telefónica onder meer het volgende gememoreerd:

'(...) we hereby write to you in order to confirm Telefónica's position concerning the eventual admission to the second round of the process of some of those bidders that have expressed their interest, not for the whole Company, but for a part or parts of its business (...). (...)

Up to now (...) only one (1) bidder (...) has expressed its interest in acquiring the Company as a single and sole asset. In their turn, at least six (6) other entities (...) have expressed their interest for single parts of its business; (...) some of these offers, individually considered, far from being a mere cherry picking, refer to a large portion of the assets of the Company (...) and, moreover, taking some of them together, almost all assets of the Company would be involved.

In that framework, the admission of some of those partial offers is, in our opinion, essential in order to maintain the competitive tension of the process; otherwise, in a scenario, as the current one, where only one interested party has sub-

mitted an indicative offer, this competitive tension would never exist (...).

(...)  
Consequently, we formally ask you to consider this position, to hold the necessary discussions (...) and to promptly (we consider that no more than 24 hours would be needed) adopt the necessary actions so that the best partial offers can be accepted to the second round of the process.'

2.14 Bij brief van 23 juni 2008 heeft Lycos als volgt aan Telefónica geantwoord:

'(...) the Company takes the view that the decision to switch the strategy from selling the company as a whole to a break-up scenario cannot be taken within the short time frame suggested by you. (...) We can share with you at this stage certain of the considerations and concerns that need to be addressed prior to making a decision on what types of transaction the Company should pursue.

The first concern is that the sale of parts of the company is not covered by the assignment the Company received from the Supervisory Board. The Supervisory Board explicitly instructed the management that in the first approach the Company needs to be sold as a whole. (...)

The current sales process was not designed for the sale of single assets:

(1) Firstly the role of the shareholders in the process would change as the process would no longer involve the sale of the shares of the shareholders.

(2) No invitations were made to bid for single assets. To ensure that the Company gets the most attractive offers each part of the Company needs to be offered individually to a relevant group of potential buyers. The current list of six potential buyers is random (...). Additional parties may have to be approached.

(3) The process needs to be brought in line with Corporate Governance requirements. In a break-up scenario it might become necessary to involve the Meeting of Shareholders at a much deeper level. (...)

(4) Furthermore the sale of parts of the Company could have considerable tax implications. The Company needs to assess those implications before making a decision.

(5) The Company needs to understand what a value maximising break-up scenario would look like (...), in particular the company needs to analyse:

- its contractual obligations and limitations
- interdependencies between concerned parts of the company

(...)

After discussions with the Supervisory Board and consultation with our advisers we will get back to you to discuss the next steps.'

2.15 In haar brief van 26 juni 2008 heeft Telefónica aan Lycos geschreven dat zij 'quite astonished' is dat in de periode van bijna acht maanden de in de

brief van Lycos van 23 juni 2008 genoemde alternatieve opties niet zijn onderzocht, met name nu in de brief van Lycos van 9 november 2007 het alternatief van een verkoop van delen van de onderneming of van substantiële activa specifiek wordt vermeld. Telefónica acht het aldus oplopen van een aanzienlijke vertraging onaanvaardbaar en zorgelijk, in het bijzonder in het licht van de aanzienlijke verliezen die Lycos elk kwartaal lijdt.

2.16 Nadat de raad van commissarissen van Lycos in de vergadering van 9 juli 2008 zijn goedkeuring voor het starten van het tweede verkoopproces had gegeven, heeft Lycos Telefónica bij brief van 15 juli 2008 als volgt doen weten:

'The Supervisory Board widened the mandate to also include bidders for parts of the company into the process. (...) [W]e have started to approach such bidders without delay on 10 July 2008. (...) (...) Dresdner had suggested postponing the deadline for a binding offer (...) to the 4 August 2008. After we heard your concerns (...) with regard to such a delay we went back to Dresdner and asked them to reconsider their proposal. Dresdner explained to us that it would not be practicable to stick to the original timetable. One reason Dresdner offered is that we need to provide potential bidders for parts of the company with sufficient time for their due diligence. Furthermore, it is desirable to keep the gap between the binding offer (...) and indicative offers for parts as tight as possible.'

De enige potentiële koper van de aandelen Lycos van wie in deze brief sprake is, heeft zich uiteindelijk omstreeks 20 juli 2008 teruggetrokken.

2.17 Op 15 juli 2008 heeft Dresdner Kleinwort een 'buyers overview' uitgebracht met daarin opgenomen potentiële kopers voor de — door Lycos in de maand daarvoor geïdentificeerde — bedrijfsonderdelen (*domains, Denmark, webhosting, shopping, portal/advertising sales*) verdeeld naar met wie wel en met wie niet reeds in de eerste ronde (van het eerste verkoopproces) contact was geweest. In een *update* van 25 juli 2008 is door haar een gedetailleerd overzicht gegeven van alle kandidaat-kopers per genoemd bedrijfsonderdeel. In augustus 2008 zijn potentiële kopers voor de bedrijfsonderdelen geselecteerd en uitgenodigd tot het doen van niet-bindende, indicatieve biedingen. In september 2008 zijn de ontvangen reacties geëvalueerd en is de start van de tweede fase van het tweede verkoopproces voorbereid.

2.18 Inmiddels had LE Holding op 29 juli 2008 aan Lycos aangekondigd de onderhavige enquêteprocedure te zullen entameren, waarop Lycos op 1 augustus 2008 per e-mail een reactie heeft gezonden, hetgeen heeft geleid tot een bespreking tussen partijen op 2 augustus 2008 te Parijs. A heeft vervolgens, op 3 augustus 2008, nog per e-mail alle door LE Holding naar voren gebrachte vragen besproken. Op 4 augustus 2008 heeft LE Holding het onderhavige verzoek ingediend.

### 3. De gronden van de beslissing

3.1 LE Holding heeft aan haar verzoek de volgen-de vier bezwaren ten grondslag gelegd.

(i) Het bestuur van Lycos heeft eigenhandig besloten om af te wijken van het door de raad van commissarissen op 19 september 2007 gegeven mandaat waarbij werd uitgegaan van een verkoop-procedure waarbij zowel initiële biedingen op de aandelen van Lycos als op bedrijfsonderdelen van Lycos zouden worden geaccepteerd. LE Holding mocht erop vertrouwen dat Lycos dit zogeheten tweesporenbeleid volgde en ook op beide alternatie-ven was voorbereid. Achteraf is gebleken dat Lycos zich ten onrechte concentreerde op één bidder die de aandelen wenste te verkrijgen en dat zij heeft nagelaten zich op het alternatief van een activa-/passivatransactie voor te bereiden.

(ii) Het bestuur van Lycos is ten onrechte de (naar de Ondernemingskamer verstaat:) tweede ronde van de eerste verkoopprocedure ingegaan met slechts één enkele potentiële koper, hetgeen evidente nadelen en risico's op met name het gebied van de competitieve druk van een biedingsproces met zich bracht. Die nadelen en risico's hebben zich inmiddels ook voorgedaan. In dit verband heeft Lycos ook ten onrechte nagelaten om de tweede onderhandelings-ronde met de enige potentiële koper van de aandelen tijdig uit te werken en ten onrechte die potentiële koper tussen medio juni en medio juli 2008 niet geïnformeerd. De verkoopprocedure heeft door dit alles een aanzienlijke vertraging opgelopen. Dit tijdsverlies veroorzaakt een voortdurend waardever-lies van de aandelen en bedrijfsonderdelen van Lycos omdat zij ieder kwartaal voor miljoenen euro's aan verliezen lijdt. Voorts hebben kandidaten die aanvan-kelijk interesse hadden in bedrijfsonderdelen van Lycos, die interesse veel minder getoond toen zij pas op 10 juli 2008 weer door het bestuur van Lycos werden benaderd.

(iii) Het bestuur van Lycos heeft LE Holding als aandeelhouder en de raad van commissarissen on-juist, ontijdig en onvoldoende geïnformeerd over de gang van zaken rondom de verkoopprocedure, althans heeft LE Holding in eerste instantie in de waan gelaten dat het (sub (i) hiervoor bedoelde) tweespo-renbeleid zou worden uitgevoerd. Het antwoord van Lycos in haar brief van 15 juli 2008 dat de raad van commissarissen eerder geen mandaat zou hebben gegeven voor verkoop van bedrijfsonderdelen, is onjuist en misleidend.

(iv) Het bestuur van Lycos heeft de bezwaren van LE Holding zoals die zijn geuit in de Stuurgroep-vergadering van 16 juni 2008 en in de brief van 17 juni 2008 genegeerd en te laat maatregelen genomen en andere potentiële kopers in de tweede onderhan-delingsronde betrokken. Hierdoor is de *divestment* procedure waartoe al in september 2007 was beslo-ten nagenoeg mislukt.

3.2 Ter zake van de sub (i) en (iii) geformuleerde bezwaren, welke zich voor een gezamenlijke behan-deling lenen, overweegt de Ondernemingskamer als volgt. De raad van commissarissen van Lycos heeft

aanvankelijk – op 19 september 2007 – besloten 'to divest' Lycos. Daarbij was nog geen sprake van besluit-vorming omtrent de vorm waarin een dergelijke 'di-vestmen' zou plaatsvinden, als het afstoten van be-drijfsonderdelen van Lycos dan wel het verkopen van (een deel van) de aandelen in Lycos. Zoals in de brief van het bestuur van Lycos aan Telefónica van 9 november 2007 is beschreven, brachten elk van die alternatieven specifieke voor- en nadelen met zich. Op dat moment was terzake nog geen besluit genomen en stond het bestuur, dat het verkooppro-ces zou leiden, een onderzoek van beide alternatie-ven voor. In de vergadering van 27 november 2007 heeft de raad van commissarissen, naar de Onderne-mingskamer (mede naar aanleiding van de ter recht-zitting namens Lycos verstrekte toelichting) begrijpt, op voorspraak van het bestuur en nadat het advies van Dresdner Kleinwort terzake was gehoord, beslo-ten dat in eerste instantie enkel de verkoop van Lycos 'as a whole' aan de orde zou zijn en dat daarbij alter-natieve tegenbiedingen mede in aanmerking zouden worden genomen. De verkoop van individuele activa bleef vooralsnog de tweede optie en 'last resort'. Eerst nadat in juni 2008 was gebleken dat (de eerste ronde van) dit eerste verkoopproces niet naar tevredenheid van de bij Lycos betrokkenen (zowel bestuur en raad van commissarissen als grootaandeelhouders) was verlopen, heeft de raad van commissarissen, wede-rom op voorspraak van het bestuur en nadat het ad-vies van Dresdner Kleinwort terzake was gehoord, besloten tot het doen onderzoeken van de mogelijk-heid om onderdelen van Lycos te verkopen.

3.3 Mitsdien is de verklaring van Lycos in de brief aan Telefónica van 15 juli 2008, dat de raad van commissarissen vóór 9 juli 2008 geen mandaat had gegeven voor verkoop van bedrijfsonderdelen, on-juist noch misleidend en kan evenmin worden ge-zegd dat het bestuur van Lycos van het door de raad van commissarissen gegeven mandaat is afgeweken dan wel dat het bestuur dat mandaat niet heeft uit-gevoerd. Dat LE Holding als aandeelhouder onjuist, ontijdig of onvoldoende door het bestuur van Lycos over het verloop van de eerste verkoopprocedure is geïnformeerd, acht de Ondernemingskamer evenmin aannemelijk geworden. Na de brief van 9 november 2007 is de Stuurgroep ingesteld waarin LE Holding althans haar moedervennootschap Telefónica in de persoon van naam 1 vertegenwoordigd was. Bij de vergaderingen van de Stuurgroep die – ingevolge de door Lycos overgelegde (en niet door LE Holding betwiste) productie 24 – reeds op 18 december 2007 bijeen is gekomen, was naar eigen zeggen van LE Holding (zoals staat te lezen in het verzoekschrift sub 27) vaak ook nog een tweede vertegenwoordiger van Telefónica aanwezig. Daarnaast was LE Holding via de commissarissen AA rechtstreeks bij de besluit-vorming omtrent het verkoopproces betrokken. Al-dus moet LE Holding geacht worden bij voortduring op de hoogte van het verloop van het (eerste) ver-koopproces te (kunnen) zijn geweest. In de brief van 9 november 2007 is door de bestuurder van Lycos duidelijk uiteengezet dat hij het verkoopproces zou



leiden, dat de beide grootaandeelhouders nauw van de gang van zaken op de hoogte zouden (moeten) worden gehouden en gelijkkelijk in de informatie daaromtrent zouden (moeten) delen en dat voor die doeleinden de Stuurgroep zou worden ingesteld en een geheimhoudingsovereenkomst moest worden gesloten. Ter terechtzitting heeft LE Holding verklaard dat de Stuurgroep de bevoegdheid had om tezamen met het bestuur van Lycos tot besluitvorming omtrent het verkoopproces te geraken. Dat, naar LE Holding ter terechtzitting desgevraagd eveneens heeft verklaard, de commissarissen AA als onafhankelijk werden beschouwd en kennelijk om die reden niet omtrent de ontwikkelingen en de voortgang van het (eerste) verkoopproces aan LE Holding hebben gerapporteerd, laat onverlet dat het op de weg van LE Holding heeft gelegen om hen van tijd tot tijd daaromtrent vragen te stellen dan wel om, met name ook gezien de bestaansredenen van de Stuurgroep, minst genomen ervoor zorg te dragen dat naam 1 haar daarvan op de hoogte zou houden. Nu LE Holding klaarblijkelijk zowel het een als het ander heeft nagelaten, gaat het niet aan vervolgens het bestuur van Lycos te verwijten dat het haar niet of niet volledig en niet tijdig heeft geïnformeerd dan wel in de waan heeft gelaten dat van aanvang af een tweesporenbeleid zou worden gevolgd. Op de voorgaande gronden zijn de in 3.1 sub (i) en (iii) verwoorde bezwaren vergeefs opgebracht.

3.4 De Ondernemingskamer zal ook de bezwaren sub (ii) en (iv) gezamenlijk behandelen. Die bezwaren komen erop neer dat het bestuur van Lycos de eerste verkoopprocedure niet op de juiste wijze heeft uitgevoerd, dat met name de tweede ronde te laat is aangevangen althans te veel is vertraagd en dat daardoor de enige gegadigde voor Lycos 'as a whole' (op wie Lycos zich volgens LE Holding ten onrechte concentreerde) is afgehaakt en kandidaten voor bedrijfsonderdelen van Lycos minder geïnteresseerd raakten. Volgens LE Holding is door toedoen van het bestuur de *divestment* van Lycos zo goed als mislukt.

3.5 Lycos heeft onbetwist gesteld dat — reeds — op 29 oktober 2007 het bestuur was aangewezen als het orgaan dat het verkoopproces zou leiden. In hoeverre die leiding vanuit commercieel oogpunt juist of efficiënt is geweest, is vooral een kwestie van appreciatie en van ondernemersbeleid, in de beoordeling waarvan de Ondernemingskamer in beginsel en in casu niet zal treden nu zij noch in de gedingstukken noch in hetgeen ter terechtzitting is verhandeld enige aanwijzing heeft gevonden dat het bestuur zijn taak in dit opzicht heeft veronachtzaamd of miskend dan wel die taak overigens zodanig heeft vervuld dat geen redelijk handelend bestuurder de gevolgde handelwijze had kunnen kiezen met het oog op de belangen van de bij de (onderneming van) Lycos betrokkenen. In het bijzonder acht de Ondernemingskamer, lettend op hetgeen door partijen over en weer is aangevoerd en op de door partijen ingebrachte stukken, aannemelijk geworden dat, naar Lycos heeft gesteld, na de eerste ronde van het

eerste verkoopproces, op 17 juni 2008, de partijen die mogelijk geïnteresseerd waren in de overname van een of meer bedrijfsonderdelen nog geen indicatieve biedingen hadden gedaan, dat het aantal partijen zeer beperkt was en niet op interesse voor aparte bedrijfsonderdelen was geselecteerd en dat hun mogelijke biedingen niet zodanig op elkaar aansloten dat verwacht kon worden dat door een combinatie van transacties alle *business units* verkocht zouden kunnen worden. Aldus is aannemelijk dat het bestuur op dat moment in onzekerheid verkeerde omtrent wat verkocht zou kunnen worden en hoe om te gaan met niet verkochte bedrijfsonderdelen. Aannemelijk is voorts, dat de informatie die potentiële kopers van bedrijfsonderdelen ter hand zou moeten worden gesteld gedetailleerder zou moeten zijn dan de reeds in het eerste verkoopproces aan gegadigden ter beschikking gestelde informatie, dat die meer informatie niet zonder meer voorhanden was en dat de wel reeds beschikbare informatie nog (in verband met het tijdsverloop) moest worden bijgewerkt.

3.6 Lycos heeft in dit verband voorts verklaard dat Dresdner Kleinwort de besprekingen met de partijen die belangstelling hadden getoond in het aankopen van Lycos als geheel, voortzette en dat zij tegelijkertijd ook besprekingen met andere partijen initieerde, terwijl het bestuur van Lycos het tweede verkoopproces, tot verkoop van afzonderlijke bedrijfsonderdelen, voorbereidde. Deze aanpak werd volgens haar ondersteund door, en was volledig in overeenstemming met het juridische advies dat hierover in juni 2008 was ontvangen van de juridische adviseur van Lycos in het verkoopproces, Simmons & Simmons, en met een *second opinion* die het bestuur eveneens in juni 2008 ontving van het kantoor van haar huidige advocaat, Allen & Overy. Lycos heeft deze aanpak diverse malen aan Telefónica uitgelegd (onder meer in de brief van 23 juni 2008, tijdens de Stuurgroepvergadering van 8 juli 2008 en in de brief van 15 juli 2008) en ook besproken met de raad van commissarissen. Deze heeft in de vergadering van 9 juli 2008 zijn goedkeuring voor het starten van het tweede verkoopproces gegeven, aldus — nog steeds — Lycos.

3.7 De Ondernemingskamer heeft geen reden aan de verklaringen van Lycos als verwoord in 3.6 te twifelen — LE Holding heeft deze op zich ook niet betwist — en acht die verklaringen ook alleszins aannemelijk. Op grond daarvan, en van hetgeen in 3.5 is overwogen, concludeert de Ondernemingskamer dat niet kan worden gezegd dat het bestuur van Lycos niet in redelijkheid heeft kunnen besluiten om het tweede verkoopproces vorm te geven als een zelfstandige procedure met een eigen strategie en tijdspad en evenmin, dat te eniger tijd in dat proces door toedoen van het bestuur een onaanvaardbare vertraging is opgelopen. Dat, naar blijkt uit het verweerschrift van Bertelsmann, tussen de grootaandeelhouders van Lycos een — ernstig — verschil van mening bestaat over de door het bestuur ter zake van het verkoopproces gekozen strategie, moge vaststaan, doch in dit uiteenlopen van visies als zodanig



valt geen reden tot twijfel aan een juist beleid van Lycos te onderkennen. Daar komt nog bij dat Telefónica/LE Holding geen gebruik heeft gemaakt van haar recht een lid van het bestuur voor te dragen. Nu is gesteld noch gebleken dat daaraan enige omstandigheid van de zijde van Lycos dan wel Bertelsmann in de weg heeft gestaan of staat, is dat klaarblijkelijk haar eigen keuze. Dat zij alsdan niet bij de besluitvorming van het bestuur omtrent de strategie van het verkoopproces is en wordt betrokken heeft zij dan ook in zoverre in de eerste plaats aan zichzelf te wijten. Mitsdien zijn de sub (ii) en (iv) verwoorde bezwaren van LE Holding eveneens vergeefs opgebracht.

3.8 Dat A als (enige) bestuurder van Lycos de belangen van LE Holding niet naar behoren heeft behartigd of behartigt is ook overigens niet aannemelijk geworden. Met name heeft de Ondernemingskamer geen aanwijzing dat te zijnen aanzien sprake is (geweest) van een belangenvermenging in die zin dat hij de belangen van Bertelsmann boven die van Telefónica of die van de minderheidsaandeelhouders heeft gesteld of zal stellen. Daar komt nog bij dat, naar hiervoor is overwogen, LE Holding klaarblijkelijk vrijwillig niet evenals Bertelsmann in het bestuur van Lycos is vertegenwoordigd. Voor zover LE Holding overigens nog heeft geklaagd over het beleid en de gang van zaken van Lycos zijn deze klachten onvoldoende concreet en feitelijk gestaafd om te kunnen leiden tot de conclusie dat twijfel aan dat beleid en die gang van zaken gerechtvaardigd zou (kunnen) zijn. De Ondernemingskamer overweegt tot slot in dit verband nog dat de omstandigheid dat Lycos miljoenen verliezen lijdt, op zichzelf en als zodanig evenmin een reden voor twijfel aan haar beleid oplevert.

3.9 De Ondernemingskamer komt op grond van al het vorenstaande tot de slotsom dat het verzoek van LE Holding tot het bevelen van een onderzoek naar het beleid van Lycos moet worden afgewezen. Op grond hiervan dient ook de beslissing op het verzoek voor zover het strekt tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen afwijzend te luiden.

3.10 LE Holding zal, ten slotte, als de in het ongelijk te stellen partij worden verwezen in de kosten van het geding.

#### 4. De beslissing

De Ondernemingskamer:

wijst het verzoek van LE Holding Corporation, gevestigd te Wilmington, Delaware, Verenigde Staten van Amerika, af;

veroordeelt LE Holding Corporation in de kosten van het geding, deze aan de zijde van Lycos Europe N.V. en deze aan de zijde van belanghebbenden telkens tot op heden begroot op € 2.985;

verklaart deze beschikking wat de kostenveroordeling betreft uitvoerbaar bij voorraad.