



Molengraaff Dispuut

De Fortis-zaak: aansprakelijkheid voor misleidende informatie

mr. G.T.J. Hoff

De ondergang van Fortis

- Fortis was bank en verzekeraar, één van de toonaangevende financiële instellingen in Europa
- Balanstotaal per ultimo 2007 van ca. € 900 miljard, winst over 2007 van ruim € 3 miljard
- Bedreigingen:
 - Overname van ABN Amro tezamen met Royal Bank of Scotland en Banco Santander medio 2007
 - Effecten van de subprime-crisis en nadien de kredietcrisis
- "Nationalisatie" begin oktober 2008



Koersverloop



Reeks van misleidende mededelingen van Fortis in de periode september 2007-oktober 2008

Aanvangsdatum

I. 21 september 2007

II. 13 mei 2008

III. 21 mei 2008

IV. 18 juni 2008

V. 19 september 2008

VI. 26 september 2008

VII. 29 september 2008

Tekortkoming

Trading Update en Prospectus met daarin misleidende informatie omtrent haar blootstelling aan de subprime-crisis en haar liquiditeitsmanagement

ten onrechte verspreiden van geruststellende verklaringen in de periode 13 mei – 10 juni 2008

te laat melden van de condities van de overname van Hollandsche Bank-Unie N.V.

te laat melden van het besluit tot uitgifte van aandelen in juni 2008

te laat melden van het feit dat de transactie met Ping An geen doorgang zal vinden

doen van misleidende en onware mededelingen over financiële situatie bij Fortis

te laat melden van afschrijvingen van circa € 2,5 miljard

Prospectus



"Update on Fortis's well-managed risk exposure

(...)

Although Fortis does not have any direct mortgage financing activities in the US, it does have **some exposure** to the US sub-prime mortgage market through its ownership of mortgage-backed securities, asset-backed securities and CDOs. Approximately 95% of these MBS and ABS portfolios are AAA and AA rated. The **impact on Fortis's full year 2007 results** is expected to be **non-material thanks to** its diversified portfolio, dynamic portfolio management and the credit risk protection purchased in 2006. Even if the current subprime severity would deteriorate with a further 20%, **the additional non-linear net profit impact is estimated at EUR 20 million."**

Prospectus



Tekortkomingen in prospectus omtrent mate van subprime-blootstelling van Fortis:

- Informatie omtrent absolute blootstelling ontbreekt (slechts *some exposure*)
- Bewering omtrent omvang van verwachte verliezen is onjuist (invloed zou *non-material* zijn en wel als gevolg van *diversified portfolio, dynamic portfolio management and credit risk protection purchased in 2006*)
- Basis van bewering omtrent omvang van verwachte verliezen is verzwegen (wijziging van *mark to market* naar *mark to model*)
- Opgave van de kredietbeoordeling is onjuist (95% zou AAA en AA *rated* zijn) en staat haaks op de eigen interne beoordeling van de risico's
- Bewering omtrent de gevolgen van een verergering van de crisis is onjuist (*the additional net profit impact is estimated at EUR 20 million* in geval van een verslechtering van de markt met 20%)



Ondernemingskamer 5 april 2012, JOR 2013/41

“Met het voorgaande is niet beoogd te zeggen, dat Fortis verplicht was gedetailleerde informatie te verschaffen en precieze bedragen te noemen. Beslissend is dat Fortis ervoor koos om informatie over de subprime-portefeuille te verschaffen. Zij deed dat niet ten onrechte en ook de CBFA vroeg er om (onderzoeksverslag 447). Nu zij echter die keus maakte, behoorde zij die informatie evenwichtig en volledig te verschaffen en dit in ieder geval niet – zoals hier geschiedde – zodanig selectief te doen dat daardoor een onjuist of onzuiver beeld kon ontstaan.

(...) Het geruststellende karakter van de hier verstrekte informatie (“some exposure”), de specifieke vermelding van slechts het relatief geringe bedrag van € 20 miljoen als impact van 20% verslechtering van de markt en het ontbreken van gegevens over de samenhang met het – veel grotere – geheel van de subprime-portefeuille suggereren echter dat het ook overigens om geringe bedragen gaat en dat het daarom – of anderszins – wel meevalt, zodat verdere, niet vermelde gegevens aan dat beeld niet zouden afdoen. Mede door de kwade reuk waarin de subprime-beleggingen destijds stonden mag echter worden aangenomen dat het belegend publiek, althans de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger, een ander, minder geruststellend beeld zou hebben gekregen, indien Fortis ook informatie over, althans inzicht in de beperkte grondslag van haar gepubliceerde constatering en alsmede informatie over, althans inzicht in de totale blootstelling zou hebben verschaft. (...)”



Aansprakelijkheid van Fortis

Aansprakelijkheid voor misleidende mededelingen in prospectus te beoordelen aan de hand van wettelijke regeling inzake misleidende reclame (art. 6:194 e.v. (oud) BW)

Misleide maatman (HR 27 november 2009, *JOR* 2010/43 (World Online))

“Bij de beantwoording van de vraag of een prospectus misleidend is in de zin van art. 6:194 BW, moet worden uitgegaan van de vermoedelijke verwachting van een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger tot wie de mededeling zich richt of die zij bereikt (vgl. HR 30 mei 2008, nr. C06/302, LJN BD2820). (...) Van deze “maatman-belegger” mag verwacht worden dat hij bereid is zich in de aangeboden informatie te verdiepen, maar niet dat hij beschikt over specialistische of bijzondere kennis en ervaring (behoudens het geval dat de reclame zich uitsluitend op personen met dergelijke kennis en ervaring richt).”

Materialiteitstoets (HR 27 november 2009, *JOR* 2010/43 (World Online))

“Van misleiding zal met name sprake kunnen zijn indien de mededeling onjuist of onvolledig is (vgl. art. 6:195 BW). De feitelijke vaststelling dat sprake is van een onjuiste of onvolledige mededeling brengt echter nog niet mee dat deze ook misleidend is. Daartoe is nodig dat de mededeling de belegger (in de woorden van art. 2 lid 2 van richtlijn 84/450/EEG) “misleidt of kan misleiden en door haar misleidende karakter hun economische gedrag kan beïnvloeden.”



Aansprakelijkheid van Fortis (vervolg)

De rechter zal een onjuiste of onvolledige mededeling dan ook pas als misleidend kunnen kwalificeren, indien redelijkerwijs aannemelijk is dat de mededeling, gelezen in de context waarin deze is geplaatst, van materieel belang is voor de beleggingsbeslissing van de “maatman-belegger”. In dat geval is immers aannemelijk dat de onjuistheid of onvolledigheid redelijkerwijs het economische gedrag van de “maatman-belegger” kan beïnvloeden. Voor de kwalificatie van de mededeling als misleidend, en derhalve als onrechtmatig, is niet vereist dat de belegger daadwerkelijk heeft kennisgenomen van of daadwerkelijk is beïnvloed door de mededeling, maar slechts dat de onjuistheid of onvolledigheid van de mededeling van voldoende materieel belang is om de “maatman-belegger” te kunnen misleiden. Het gaat er dus om of de mededeling op zichzelf genomen een misleidend karakter heeft. ”

Omkering van de bewijslast, en wel ten laste van degene die inhoud en inkleding van het Prospectus heeft bepaald (art. 6:195 lid 1 (oud) BW).

Causaal verband: het CSQN-verband tussen misleiding en de beleggingsbeslissing wordt door de HR in het World Online-arrest tot uitgangspunt genomen.

“Dit betekent derhalve dat in beginsel aangenomen moet worden dat, indien geen sprake van misleiding zou zijn geweest, de belegger niet – of bij aankoop op de secundaire markt: niet dan wel niet op dezelfde voorwaarden – tot aankoop van de effecten zou zijn overgegaan.”

Aansprakelijkheid van (feitelijk) Bestuurders

Secundaire aansprakelijkheid van Bestuurders. Uitgevende instelling is primair aansprakelijk.

Aansprakelijkheid voor schending communicatieverplichtingen kan worden gevestigd ingeval de (feitelijk) bestuurder hiervan persoonlijk een voldoende ernstig verwijt kan worden gemaakt (vgl. HR 8 december 2006, JOR 2007/38 (Ontvanger/Roelofsen) en HR 20 juni 2008, NJ 2009/21 (Willemsen/NOM)).

Positie van voorzitter van de Raad van Bestuur (Lippens), CEO (Votron) en CFO (Mittler).

Emissiebanken



Joint Global Coordinator and Sole Bookrunner Joint Global Coordinator and Co-Bookrunner

Merrill Lynch International

Fortis Bank

Joint-Lead Managers

ING Wholesale Banking

Rabo Securities

Fox-Pitt Kelton

Cochran Caronia Waller

Financial Advisor to Fortis

Co-Lead Manager

Mediobanca Banca
di Credito Finanziario SpA

Santander Investment

Keefe, Bruyette & Woods

Co-Managers

Dresdner Kleinwort

CALYON

KBC

Petercam & Dexia

Bank Degroof

Aansprakelijkheid van Emissiebanken

- Emissiebanken hebben hun naam aan de aandelenemissie van € 13,4 miljard verbonden en daarmee geloofwaardigheid verleend aan de in het prospectus opgenomen informatie (noodzaak van *due diligence*-onderzoek)
- Uitsluitend bovenlaag van de emissiebanken is door VEB gedagvaard
- Verweer van Emissiebanken luidt onder meer: (i) prospectus is niet door Emissiebanken openbaar gemaakt, (ii) Emissiebanken hebben prospectus niet door Fortis openbaar laten maken en (iii) Emissiebanken hebben inhoud en inkleding van prospectus niet bepaald en ook niet doen bepalen
- Verweer luidt ook: het was geen IPO, het was een claimemissie en prospectus vermeldt dat Fortis verantwoordelijk is voor prospectus