HOFF ADVOCATEN

Florapark 4
2012 HK HAARLEM
T +31 (0)23 303 10 50
F +31 (0)23 303 10 55
I www.hoffadvocaten.nl

Grotius Effectenrecht

De Fortis-zaak: aansprakelijkheid voor misleidende informatie

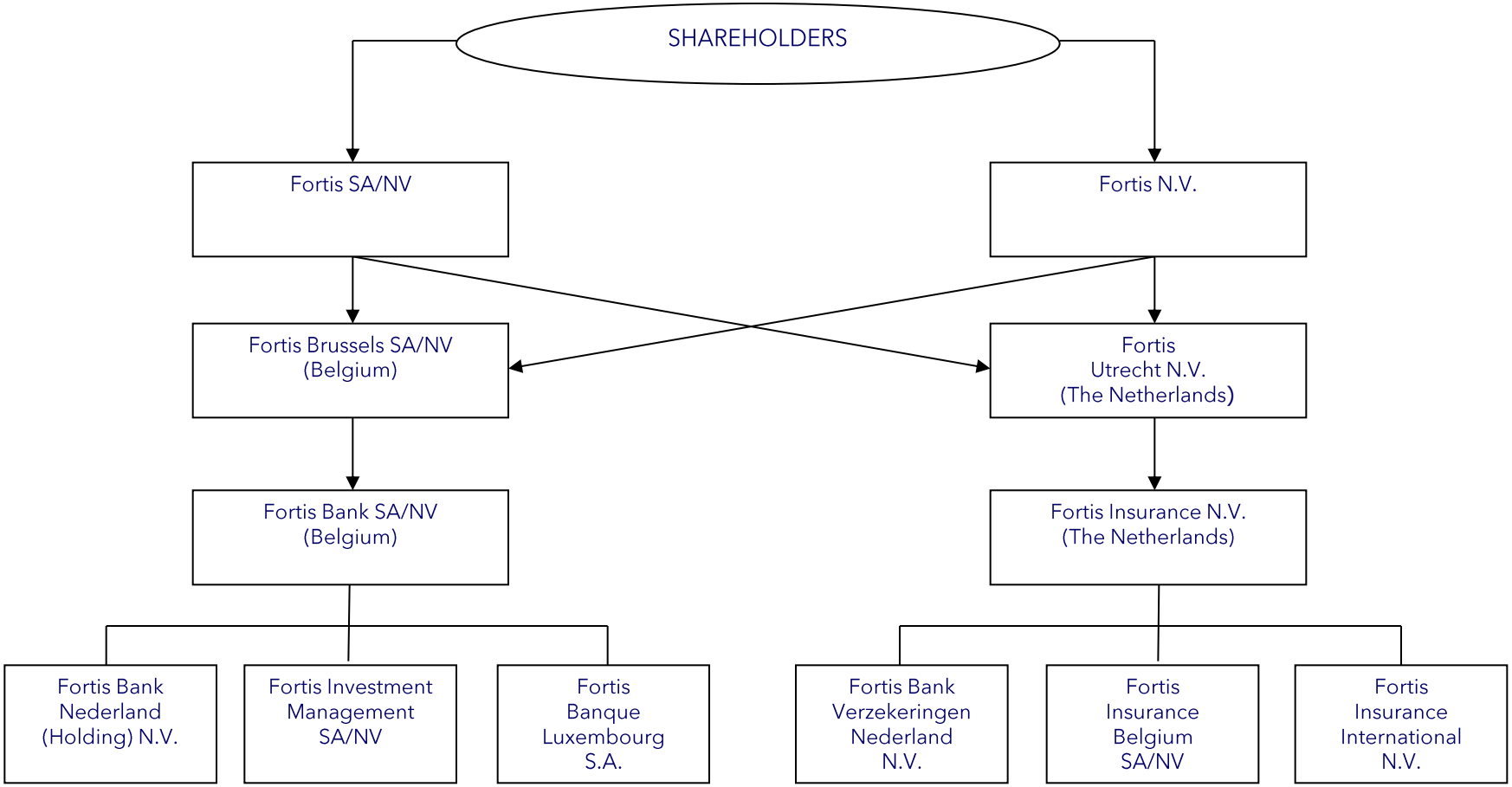
mr. G.T.J. Hoff

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
- Daling van de beurskoers van € 27 (mei 2007) naar € 2 (september 2008)

GRAB
EquityGPC
DELAY 14:34 Vol 3,016,170 Op 2.229 B Hi 2.239 B Lo 2.226 B ValTrd 6728231
AGS BB EQUITY
Advanced
Hide
GPC - Candle Chart
Page 1/37
Range 01/02/07 - 12/31/08
Upper Candle Chart
Mov. Avgs
Currency EUR
Period Daily
Lower None
Mov. Avg 15
Events
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000
Copyright 2010 Bloomberg Finance L.P.
SN 633766 G706-663-0 26-Oct-10 14:49:59

Organisatie van Fortis



Organisatie van Fortis

- Duale structuur: Fortis N.V. en Fortis SA/NV (bipatride rechtspersoon), thans gefuseerd tot Ageas SA/NV
- *Twinned shares*, beide aandelen zijn toegelaten tot de handel op Euronext Amsterdam en Euronext Brussel
- Besturen vormen personele unie (*one tier board*, met 2 uitvoerende bestuurders (Votron/Verwilst) en 12 niet uitvoerende bestuurders, met Lippens als voorzitter)
- Executive Committee (ExCo) met basis in Fortis Governance Statement
- Uitsluitend uitvoerende bestuurders, de voorzitter van het bestuur (een niet-uitvoerende bestuurder) en belangrijkste leden van ExCo zijn door VEB gedagvaard

Onderzoek naar beleid en gang van zaken

- Enquête te bevelen door de Ondernemingskamer

- "Gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen" (art. 2:350 lid 1 BW)
  - financiering van openbaar bod op ABN Amro
  - publieke mededelingen (prospectus, persberichten KGI en ad hoc-informatie)
  - 'nationalisatie' van Fortis

- Enquête naar beleid en gang van zaken bij Fortis (OK 24 november 2008, *JOR* 2009/9)

- Onderzoeksverslag van ca. 600 pagina's met bijlagen was in juni 2010 gereed

- Vaststellen van "wanbeleid" (art. 2:355 lid 1 BW)
  - welk toetsingskader legt OK daarvoor aan?
  - definitieve voorziening: vernietiging van door AvA genomen dechargebesluit
  - zie OK 5 april 2012, *JOR* 2013/41

- 'Opstapje' voor aansprakelijkheidsprocedure?

Hindernissen en andere belemmeringen bij gebruik onderzoeksverslag en eindbeschikking als bewijs

- Niet alle bijlagen zijn door de OK voor een ieder ter inzage gelegd (art. 2:353 lid 2 BW), zodat de geheimhoudingsplicht van art. 2:353 lid 3 BW geldt:

  "Het is aan anderen dan de rechtspersoon verboden mededeling aan derden te doen uit het verslag, voor zover dat niet voor een ieder ter inzage ligt, tenzij zij daartoe op hun verzoek door de voorzitter van de Ondernemingskamer zijn gemachtigd."

- Opzettelijke schending van wettelijke geheimhoudingsplicht is misdrijf (art. 272 Sr)

- Beschikking van de voorzitter van de Ondernemingskamer 6 november 2013 (n.g.)

  "Rechtstreeks in het verlengde van voormelde doeleinden van het enquêterecht [het verkrijgen van opening van zaken en de vaststelling bij wie de verantwoordelijkheid berust voor mogelijk blijkend wanbeleid] ligt de mogelijkheid om de rechtspersoon en diegenen – in het bijzonder bestuurders of leden van de raad van commissarissen of raad van toezicht – die verantwoordelijk zijn voor eventueel wanbeleid in rechte aan te spreken tot vergoeding van schade. Het ligt voor de hand dat het in het kader van een enquêteprocedure uitgebrachte verslag van het onderzoek naar het beleid van de betrokken rechtspersoon doorgaans – ook al is de rechter aan de resultaten van het onderzoek niet gebonden – van nut zal zijn in zo'n op schadevergoeding gerichte procedure. Het zou strijdig met voormelde doeleinden zijn, indien de beperking van de openheid – zoals gezegd: in verreweg de meeste gevallen – zo ver gaat dat degene op wiens verzoek de openheid is verkregen het verslag vervolgens niet kan presenteren in die procedure.

Hindernissen en andere belemmeringen bij gebruik onderzoeksverslag en eindbeschikking als bewijs (vervolg)

Anders dan onder meer Ageas bepleit, beperkt het doel van de machtiging zich niet tot (de voorbereiding van) de procedure als bedoeld in artikel 2:355 BW. Naar het oordeel van de voorzitter van de Ondernemingskamer vormt het oogmerk om het onderzoeksverslag in een dergelijke procedure in te brengen dan ook in het algemeen – en zonder dat daarvoor een nadere specificatie of toelichting vereist is – een voldoende zwaarwegend belang om degene op wiens verzoek de openheid is verkregen op de voet van artikel 2:353 lid 3 BW te machtigen om in die procedure mededeling te doen uit het verslag, ook voor zover dat niet voor een ieder ter inzage ligt. Om geen verdere inbreuk op de vertrouwelijkheid te maken dan met het oog op de verwezenlijking van voormelde doeleinden noodzakelijk is, dient de te verlenen machtiging wel te worden beperkt tot gebruik in de desbetreffende procedure voor zover de verzoeker dat gebruik ter toelichting en/of (ondersteuning van) bewijs van zijn stellingen nodig heeft.

Uitzonderingen, in het bijzonder verdere beperking van de machtiging, bijvoorbeeld door gelet op het bijzondere vertrouwelijke karakter delen van het verslag van de machtiging uit te sluiten, of gehele weigering van de machtiging, zijn denkbaar. Zoals opgemerkt: de vertrouwelijkheid dient de belangen van de rechtspersoon. Indien deze meent dat uitzonderingen als hiervoor bedoeld gerechtvaardigd zijn, dient hij de betrokken onderdelen van het verslag te specificeren en toe te lichten op grond waarvan hij meent dat het belang van de rechtspersoon in die gevallen bij vertrouwelijkheid opweegt tegen de verwezenlijking van de doeleinden van het enquêterecht."

Hindernissen en andere belemmeringen bij gebruik onderzoeksverslag en eindbeschikking als bewijs (vervolg)

- Onderzoeksverslag

  - art. 6 EVRM is niet van toepassing, want geen vaststelling van burgerlijke rechten en verplichtingen (EHRM 19 maart 2002, *JOR* 2002/127 (Text Lite))
  - fundamentele beginselen van procesrecht gelden niet tijdens onderzoek
  - onderzoeksverslag bevat soms tekortkomingen, maar dan moet de rechtspersoon die wel concreet benoemen

- Eindbeschikking

  - enquêteprocedure voldoet aan art. 6 EVRM (HR 4 juni 1997, NJ 1997, 671 (Text Lite))
  - wanbeleid kan bewijsvermoeden opleveren van onbehoorlijke taakvervulling (HR 8 april 2005, *JOR* 2005/119 (Laurus))
  - geen recht op tegenbewijs, maar wel bestaat de mogelijkheid om de bevindingen van de onderzoekers te bestrijden

Onderzoek naar beleid en gang van zaken

HR 8 april 2005, JOR 2005/119 (Laurus)

"Indien personen die deel uitmaken van de organen van de rechtspersoon door derden die als gevolg van wanbeleid schade hebben geleden aansprakelijk worden gesteld in een afzonderlijke, op art. 6:74 en/of art. 6:162 en/of art. 2:9 BW gebaseerde, procedure, is de vaststelling van de ondernemingskamer dat van wanbeleid van de onderzochte rechtspersoon sprake is – behoudens cassatie – weliswaar bindend voor diegenen die in tweede procedure van de enquête zijn verschenen en ofwel tot toewijzing van hetgeen verzocht en/of gevorderd is hebben geconcludeerd ofwel daartegen verweer hebben gevoerd, maar dit impliceert niet de persoonlijke aansprakelijkheid van de leden van de organen van de rechtspersoon voor dat wanbeleid. De door de ondernemingskamer vastgestelde feiten staan in een aansprakelijkheidsprocedure ook niet op voorhand vast, zelfs niet behoudens tegenbewijs. Het oordeel van de ondernemingskamer dat van wanbeleid sprake is geweest, kan daarin onder omstandigheden wel de bewijsrechtelijke betekenis hebben dat de rechter, mede gelet op de inhoud van het door de onderzoekers opgestelde verslag en het daarover in de tweede procedure van de enquête gevoerde debat, voorshands bewezen acht dat de aangesproken persoon tegenover de rechtspersoon zijn taak niet heeft vervuld op de wijze waarop een redelijk bekwame en redelijk handelende functionaris die taak in de gegeven omstandigheden had behoren te vervullen."

Aansprakelijkheid van Fortis, de (feitelijk) bestuurders en het emissiesyndicaat

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

Aanvangsdatum		Tekortkoming
I.	21 september 2007	Trading Update en Prospectus met daarin misleidende informatie omtrent haar blootstelling aan de subprime crisis en haar liquiditeitsmanagement
II.	13 mei 2008	ten onrechte verspreiden van geruststellende verklaringen in de periode 13 mei – 10 juni 2008
III.	21 mei 2008	te laat melden van de condities van de overname van Hollandsche Bank-Unie N.V.
IV.	18 juni 2008	te laat melden van het besluit tot uitgifte van aandelen in juni 2008
V.	19 september 2008	te laat melden van het feit dat de transactie met Ping An geen doorgang zal vinden
VI.	26 september 2008	doen van misleidende en onware mededelingen over financiële situatie bij Fortis
VII.	29 september 2008	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

Kritiek is de mate van blootstelling van Fortis aan de subprime crisis. Dat informatie op p. 212 en 213 van prospectus uiterst relevant is, blijkt ook uit feit dat deze informatie separaat in *Trading Update* van 21 september 2007 was opgenomen. KGI moet immers d.m.v. persbericht openbaar worden gemaakt (art. 5:59 lid 1 (oud) Wft).

Tekortkomingen in passage omtrent subprime blootstelling:

- 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 met 20%)

Code Orange en de ECB financiering

Andere kritiek richt zich op de volgende passage uit prospectus (p. 213):

"Since the start of the global liquidity crisis, Fortis has been managing its strong liquidity position tightly and has taken appropriate measures to maintain it. Its **robust** and **diversified funding structure** has proven its merit as **Fortis has been in a position to remain absent, of its own volition, of certain segments of the financial markets.**"

Op 1 augustus 2007 heeft Fortis alarmfase 'code orange' afgekondigd, waarna de verantwoordelijkheid voor de liquiditeitspositie werd overgenomen door het *Global Liquidity Crisis Team*. Op 9 en 10 augustus 2007 heeft de ECB noodfinanciering aan het Europese bankwezen verstrekt, waarvan ook Fortis gebruik heeft gemaakt.

Aansprakelijkheid van Fortis, de (feitelijk) bestuurders en het emissiesyndicaat

- Onrechtmatigheid (art. 6:162 BW)
  - materialiteit
  - bewijslastverdeling
- Relativiteitsvereiste (art. 6:163 BW)
- Toerekenbaarheid (art. 6:162 lid 3 BW)
- Causaliteit (art. 6:98 BW)
- Schade
  - totale verlies bedraagt ca. € 50 miljard, waarvan volgens VEB ca. € 18 miljard gevolg is van onrechtmatige gedragingen
- Collectieve actie in geval van gelijksoortige belangen (art. 3:305a BW)

Aansprakelijkheid voor misleidende informatie

Steun voor stelling dat informatie misleidend is, is te ontlenen aan:

- Enquêteverslag en wanbeleid-oordeel van Ondernemingskamer (cassatieberoep ingesteld)
- Bestuurlijke boetes d.d. 4 november 2009 (i.v.m. tekortkomingen II en III), zie inmiddels ook Rb. Rotterdam 4 mei 2011, *JOR* 2011/193 m.nt. Stevens
- Bestuurlijke boete d.d. 19 augustus 2010 (i.v.m. tekortkoming I), zie inmiddels ook Rb. Rotterdam 9 februari 2012, *JOR* 2012/145 m.nt. Van der Velden

Overtreding van de openbaarmakingsplicht van KGI als grondslag voor wanbeleid

- Wanbeleid: “laakbaar handelen van een zo ernstig karakter dat moet worden geoordeeld dat [is] gehandeld in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap” (HR 10 januari 1990, NJ 1990, 466 (OGEM))
- Wanbeleid hoeft geen structureel karakter te hebben
- Ook een enkele gedraging kan wanbeleid opleveren, indien die gedraging heeft geleid tot zeer nadelige gevolgen
- *Wanbeleid* knoopt aan bij *beleids*fouten
- Welk toetsingskader geldt bij niet-naleving van de openbaarmakingsplicht, nu hiervoor *in beginsel* geen beleidsvrijheid geldt?

OK 5 april 2012, *JOR* 2013/41(Fortis)

Toetsingskader wanbeleid (r.o. 4.2 en 4.3):

"De Ondernemingskamer dient te beoordelen of uit het onderzoeksverslag is gebleken dat het door VEB c.s. gestelde handelen of nalaten van Fortis, van haar organen of van degenen die daarvan deel uitmaakten wanbeleid oplevert. Dat zal het geval zijn indien Fortis onzorgvuldig dan wel laakbaar heeft gehandeld/nagelaten en wel zo ernstig dat moet worden geoordeeld dat dat handelen of nalaten in strijd was met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap. Op zichzelf is juist hetgeen Fortis (…) aanvoert, te weten – zakelijk weergegeven – dat de Ondernemingskamer niet geroepen is om te beoordelen of het handelen of nalaten van Fortis leidt tot civielrechtelijke of strafrechtelijke aansprakelijkheid of – bestuursrechtelijk – tot de vaststelling dat de Wet op het financieel toezicht (Wft) is overtreden. Dat betekent bijvoorbeeld dat de antwoorden op de vraag of binnen Fortis informatie als bedoeld in artikel 5:53 lid 1 Wft, koersgevoelige informatie, bekend was en op de vraag of Fortis die informatie gelet op artikel 5:25i lid 2 Wft algemeen verkrijgbaar had moeten stellen, voor het oordeel van de Ondernemingskamer weliswaar kunnen meewegen maar niet (steeds) van doorslaggevende betekenis (hoeven te) zijn. Dit neemt echter niet weg dat de civiel-, straf- en bestuursrechtelijke normen een – al dan niet indirecte – rol kunnen spelen bij de beoordeling of Fortis heeft gehandeld in strijd met voormelde beginselen en of zich op die grond wanbeleid heeft voorgedaan.

In dit verband merkt de Ondernemingskamer tevens op dat de omstandigheid, dat VEB c.s. en Stichting Investor Claims de vaststelling van wanbeleid nastreven (mede) met het oog op door hen (eventueel) bij de burgerlijke rechter in te stellen vorderingen tot schadevergoeding, niet van belang is. Dit motief doet er immers niet aan af, dat VEB c.s. het verkrijgen van openheid van zaken, één van de doeleinden van het enquêterecht, nastreeft.

OK (vervolg)

Toetsingskader wanbeleid (vervolg):

Bij de beoordeling geldt als uitgangspunt dat het bestuur bij de vervulling van zijn bij wet of statuten opgedragen taken het belang van Fortis en de aan haar verbonden onderneming voorop behoort te stellen en de belangen van alle betrokkenen bij zijn besluitvorming in aanmerking behoort te nemen. Tot die belangen behoren in deze zaak, naast die van – onder meer – de aandeelhouders, ook die van degenen die hun belangen aan Fortis hebben toevertrouwd, zoals spaarders, depositohouders en polishouders. Bij de beoordeling geldt voorts – vanzelfsprekend – als uitgangspunt dat ondernemen risico's meebrengt. De beoordeling en afweging van die risico's is voorwerp van beleid van het bestuur. De vrijheid die het bestuur daarbij heeft wordt mede beïnvloed door de aard van de onderneming en de mate waarin de diverse stakeholders en – in sommige gevallen – de samenleving als geheel bij de resultaten van dat beleid belang hebben. Gelet op de aard van de door Fortis gedreven onderneming, (onder meer) een bank, en gelet op de voormelde daarbij betrokken belangen rust op het bestuur een bijzondere zorgplicht die risico's steeds zorgvuldig en adequaat in het oog te houden, te beoordelen en bij zijn beleidsafwegingen, besluitvorming en optreden te betrekken. Daarbij valt nog op te merken dat banken in het bijzonder afhankelijk zijn van het vertrouwen dat de spaarders, de depositohouders, andere (systeem)banken, de aandeelhouders en het publiek in het algemeen in hen stellen. Ondermijning van dat – voor een goed functioneren van een bank – essentiële vertrouwen brengt grote en onmiddellijke risico's mee voor dat functioneren en daarmee voor de continuïteit van de bank. Dit kenmerk scherpt de zorgplicht van de bank – hier derhalve van Fortis – aan, ook op het punt van een zorgvuldig communicatiebeleid, dat hierna aan de orde zal komen."

OK (vervolg)

Informatieverschaffing over subprime-blootstelling is wanbeleid (r.o. 6.61):

"Door in het prospectus en de trading update welbewust over de subprime-portefeuille selectieve, niet evenwichtige informatie te verschaffen waardoor een onjuist of onzuiver beeld werd opgeroepen, is Fortis ernstig tekortgeschoten. Fortis heeft daarmee het risico genomen dat het vertrouwen in de bank werd ondermijnd. Dat brengt naar het oordeel van de Ondernemingskamer mee dat dit tekortschieten niet slechts kan worden aangemerkt als een incidentele beleidsfout. De Ondernemingskamer is van oordeel dat Fortis – gelet op de betrokken belangen, waaronder de belangen van diegenen die in Fortis belegden of dat overwogen te doen of te beëindigen – gehandeld heeft in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap en dat haar tekortschieten op dit punt daarom wanbeleid oplevert.

Daarbij heeft de Ondernemingskamer acht geslagen op

- het belang dat gemoeid is met correcte informatieverschaffing in een prospectus in het algemeen alsmede
- de omstandigheid dat de verstrekte informatie op hoog niveau en – zoals uiteraard ook vereist is – terdege is voorbereid maar niettemin tekort schoot als overwogen."

OK (vervolg)

Diverse misleidende mededelingen leveren tezamen wanbeleid op (r.o. 6.129):

"In het voorgaande heeft de Ondernemingskamer op een aantal punten wanbeleid van Fortis vastgesteld respectievelijk een tekortschieten van Fortis vastgesteld dat bijdraagt tot het oordeel dat zich wanbeleid heeft voorgedaan.

iii. Door haar welbewuste keuze niet bekend te maken dat zij vanaf 21 mei 2008 – althans vanaf 14 juni 2008 – in het kader van de verkoop van de EC-remedies ernstig rekening hield met een substantiële tegenvaller ter grootte van € 0,8 miljard, was misleiding van het publiek te duchten en is Fortis ernstig tekortgeschoten.

iv. Door niet bekend te maken dat zij vanaf 19 september 2008 – en te sterker vanaf 24 september 2008 – ernstig rekening hield met de overwegende kans dat de transactie met Ping An niet zou doorgaan, was misleiding van het publiek te duchten en is Fortis ernstig tekortgeschoten.

v. Door op 13 mei 2008, 22 mei 2008, 23 mei 2008, 5 juni 2008 en 10 juni. 2008 openbare mededelingen te doen die de onjuiste indruk wekten, dat Fortis aan haar vermogensdoelstellingen (per eind 2008 en/of 2009) kon voldoen althans dat een aandelenemissie of het niet uitkeren van dividend daartoe niet nodig waren en ook niet als reële mogelijkheden werden overwogen, is Fortis ernstig tekortgeschoten.

vi. Door het voornemen tot de aandelenemissie en de dividendmaatregelen niet onmiddellijk na de vergadering van 18-19 juni 2008 bekend te maken, maar dit pas op 26 juni 2008 te doen, is Fortis ernstig tekortgeschoten.

OK (vervolg)

vii. Door op 26 september 2008 – misleidend – haar "solide positie" te benadrukken en ook overigens in hoofdzaak – voor zover het Fortis betreft – gunstige berichten te geven, zonder tegelijkertijd gewag te maken van, althans inzicht te verschaffen in (de gevolgen van) omstandigheden op grond waarvan moest worden aangenomen dat de liquiditeits- en solvabiliteitspositie in direct gevaar waren, althans aanmerkelijk minder gunstig waren dan het persbericht suggereerde, is Fortis ernstig tekortgeschoten

De Ondernemingskamer heeft hiervoor reeds vastgesteld dat het handelen/nalaten bedoeld onder i en ii, elk op zichzelf beschouwd, wanbeleid oplevert. De Ondernemingskamer is voorts van oordeel dat het handelen/nalaten als bedoeld onder iii tot en met vii nauw met elkaar samenhangt aldus, dat het steeds gaat om de communicatie van Fortis met bij haar betrokkenen en/of met het beleggend publiek en/of met de financiële markt, en dat Fortis ook met dit handelen/nalaten in strijd is gekomen met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap. Ook het hier (onder iii tot en met vii) bedoelde handelen/nalaten – tezamen – levert wanbeleid op. De Ondernemingskamer laat daarbij in het midden of het handelen als bedoeld onder iii tot en met vii telkens ook afzonderlijk beschouwd als wanbeleid moet worden aangemerkt."

Toetsingskader wanbeleid

- Categorie verwijten, inhoudende dat Fortis misleidende informatie openbaar heeft gemaakt (subprime in prospectus, v en vii)

  - OK laat in het midden of Fortis op grond van wettelijk regime verplicht was informatie openbaar te maken
  - de openbaar gemaakte informatie wordt getoetst aan eisen van volledigheid en juistheid (misleiding) en geschiktheid een onjuiste indruk bij relevante publiek te vestigen (r.o. 6.51 t/m 6.56, 6.89 t/m 6.99 en 6.117 t/m 6.122)

- Categorie verwijten, inhoudende dat Fortis de openbaarmakingsplicht van KGI eerder had moeten naleven dan zij heeft gedaan (iii, iv en vi)

  - noodzaak lijkt te bestaan een publicatieplicht als vertrekpunt te nemen
  - OK fundeert die publicatieplicht op een aan het gemene recht te ontlenen verbod het beleggend publiek te misleiden (r.o. 6.71, 6.81 t/m 6.83 en 6.105 t/m 6.112)
  - OK houdt niettemin rekening met wettelijk regime (r.o. 6.76)

Prospectusaansprakelijkheid

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

- Per 15 oktober 2008 aan de hand van wettelijke regeling inzake oneerlijke handelspraktijken (art. 6:193a-j BW)
  - uitsluitend ten behoeve van consumenten (B2C)

- Inhoudelijk zal dit volgens de HR in World Online (*JOR* 2010/43) "niet wezenlijk anders zijn" (r.o. 4.10.2)

Civielrechtelijke invalshoek

Misleide maatman

"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)." (r.o. 4.10.3 en 4.10.4)

- gebruik van maatman bij breed spectrum van misleidingsklachten: reclame, etiketteringsvoorschriften en prospectus
- prospectus hoeft niet *foolproof* te zijn
- prospectus is geen reclameboodschap

Materialiteitstoets

"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".

Civielrechtelijke invalshoek

Bij de beoordeling of dit laatste het geval is, moet worden uitgegaan van de hiervoor bedoelde "maatman-belegger".

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. Is dat het geval, dan behoort de uitgevende instelling zich vanwege het misleidende karakter van die mededeling te onthouden van openbaarmaking daarvan, en handelt zij onrechtmatig indien zij de mededeling toch openbaar maakt. Pas in het kader van de vaststelling van de omvang van de aansprakelijkheid jegens een individuele belegger komt aan de orde of en, zo ja, in hoeverre deze bij zijn beleggingsbeslissing daadwerkelijk door de misleidende mededeling is beïnvloed en als gevolg daarvan is benadeeld."

- materialiteit: indien redelijkerwijs aannemelijk is dat de maatman-belegger bij een juiste en volledige voorstelling van zaken een andere beleggingsbeslissing zou hebben genomen

Effectenrechtelijke invalshoek

Norm voor prospectus (art. 5:13 lid 1 Wft)

"Het prospectus bevat alle gegevens die, gelet op de aard van de uitgevende instelling en van de aan het publiek aangeboden of tot de handel op de gereglementeerde markt toegelaten effecten, van belang zijn voor het vormen van een verantwoord oordeel over het vermogen, de financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van de uitgevende instelling, en de eventuele garant en de rechten welke aan deze effecten verbonden zijn, waaronder de gegevens, bedoeld in de artikelen 3 tot en met 23 van de Prospectusverordening en de bij die artikelen behorende bijlagen."

Bestaat uit 2 onderdelen:

- alle van belang zijnde gegevens; en
- minimaal op te nemen informatie met verwijzing naar Prospectusverordening

Informatie genoemd bij of krachtens art. 5:13 Wft is "in ieder geval" essentieel en daarmee een misleidende omissie / handelspraktijk (art. 6:193f j° art. 6:193d lid 2 BW)

Informatieparadigma *versus* 'pervers' effect van naleving prospectusplicht

Failliet van informatieparadigma?

Uit empirisch onderzoek blijkt:

- beleggers lezen prospectus niet
- als beleggers prospectus al lezen, begrijpen ze het niet
- informatie uit prospectus wordt niet ten grondslag gelegd aan beleggingsbeslissingen

Misleiding

In prospectus verzwegen informatie

HR 2 december 1994, *NJ* 1996, 246 (*Co op*)

Prospectus vermeldde niet DM 1,5 miljard schuldenlast van 214 verbonden ondernemingen, leidend tot negatief EV van DM 2 miljard

HR 8 mei 1998, *JOR* 1998/110 (*Boterenbrood*)

Prospectus vermeldde niet potentiële aansprakelijkheid van *limited partners* na uittreding uit fonds

Slotsom: verzwijging van essentiële informatie is fataal

Misleiding (vervolg)

In prospectus verzwegen informatie, maar bekend is of kan zijn dat iets wordt verzwegen

HR 8 mei 1998, *JOR* 1998/110 (*Boterenbrood)*

Mogelijkheid van inwinnen informatie staat niet aan misleidende karakter in de weg

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

Voor maatman was voldoende duidelijk dat Nina Brink haar aandelenbezit voor IPO van de hand had gedaan. Niet vermelden van de verkoopprijs daarbij is niettemin misleidend

Slotsom: de maatman wordt in dit geval toch beschermd door werking van de prospectus-voorschriften

Misleiding (vervolg)

Onjuiste informatie in het prospectus

Prospectus kent volgens VEB tekortkomingen in passage omtrent *subprime* blootstelling:

- 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 met 20%)

Slotsom: de maatman moet blind kunnen afgaan op juistheid van prospectus

Bewijsvoering

Stelplicht voor benadeelde beleggers

Omkering van de bewijslast voor UI (de zogeheten 'handelaar') "als dat passend lijkt" (art. 6:193j lid 1 BW)

Middelen om waarheid boven tafel te krijgen:

- enquête
- bestuurlijke boete wegens (i) niet-naleving publicatieplicht KGI (art. 5:25i Wft) of (ii) overtreding verbod van informatiemanipulatie (art. 5:58 lid 1 sub d Wft)
- concreet verzoek om handhavingsmaatregelen te nemen is 'aanvraag' als bedoeld in art. 1:3 lid 3 Awb

AFM als ‘veiligheidsdienst’ van financiële sector?

Ons kenmerk JZ-[redacted]
Pagina 2 van 46

Hierna volgt een korte weergave van de relevante feiten aangaande de overtreding van artikel 5:59, eerste lid, oud Wft.

Feiten tot en met augustus 2008

Op 27 juni 2007 vindt een vergadering van de Executive Committee van Fortis (ExCo) plaats. Uit de notulen van de vergadering blijkt dat het onderwerp ‘*subprime*’ als volgt wordt besproken: ‘[redacted]

[...] [redacted]

[redacted]

- [redacted]
- [redacted]

[redacted]’

Op 1 augustus 2007 vindt een vergadering van de Executive Committee (ExCo) plaats. Uit de notulen van de vergadering blijkt dat het onderwerp ‘*subprime*’ in het kader van de publicatie van de resultaten over het tweede halfjaar van 2007 als volgt wordt besproken: ‘[redacted]

Emissiebanken

- Emissiebanken hebben hun naam aan de aandelenemissie van € 13,4 miljard verbonden en daarmee geloofwaardigheid verleend aan de in het prospectus opgenomen informatie (*due diligence*-onderzoek)
- Uitsluitend bovenlaag van de emissiebanken is door VEB gedagvaard.
- Ook Fortis Bank (thans onderdeel van BNP Paribas) trad bij emissie op als *joint global coordinator and co-bookrunner*
- 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, een claimemissie en prospectus vermeldt dat Fortis verantwoordelijk is voor prospectus

Emissiebanken

Joint Global Coordinator and Sole Bookrunner
Merrill Lynch International

Joint Global Coordinator and Co-Bookrunner
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

Prospectusaansprakelijkheid (vervolg)

Art. 5:23 Wft:

"Indien tussen het tijdstip van de goedkeuring van een prospectus en het tijdstip waarop de handel in de desbetreffende effecten op een in Nederland gelegen gereglementeerde markt aanvangt (…), zich een belangrijke nieuwe ontwikkeling voordoet die verband houdt met de informatie in het goedgekeurde prospectus of indien in het prospectus een materiële vergissing of onjuistheid wordt geconstateerd die van invloed kan zijn op de beoordeling van de effecten, stelt de uitgevende instelling (…) een document ter aanvulling van het prospectus op." (lid 1)

Ontbindingsrecht van de gesloten overeenkomst inzake het kopen of verkrijgen van de effecten of herroepingsrecht van een gedaan aanbod binnen twee werkdagen na de publicatie van het document (lid 6).

Prospectus dateert van 20 september 2007. Inschrijving sloot op 9 oktober 2007. Voor sluiting van de inschrijving hebben diverse *downgrades* van subprime beleggingen plaatsgevonden, althans werden die *downgrades* onvermijdelijk.

Communicatie met beleggend publiek

Onverwijlde openbaarmakingsplicht van KGI (art. 5:59 lid 1 (oud) Wft j° art. 5:53 lid 1 Wft)

Uitstel van openbaarmaking mogelijk, ingeval:

- uitstel dient rechtmatig belang uitgevende instelling
- van uitstel is geen misleiding van publiek te duchten
- uitgevende instelling kan vertrouwelijkheid van achtergehouden KGI waarborgen

Geen melding van uitstel aan AFM, wel aan CBFA

Enquêteverslag vermeldt:

"Onderzoekers zijn van mening dat de kennis van senior-Fortis-functionarissen, aangaande (de noodzaak van het al of niet melden van) KGI casu quo de eisen om tot uitstel van openbaarmaking van KGI over te gaan, niet op het niveau lag dat daaraan van een vooraanstaande beursgenoteerde instelling verwacht mag worden."

Aansprakelijkheid van (feitelijk) bestuurders

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)).

Primair collectieve verantwoordelijkheid (wellicht ook mogelijk op basis van groepsverband van art. 6:166 BW), subsidiair individuele verantwoordelijkheid van (feitelijk) bestuurders

Betekenis van art. 5:58 lid 1 sub d Wft ?

Rb. Utrecht 15 februari 2012, *JOR* 2012/243

- art. 5:58 lid 1 sub d Wft ook van toepassing op handelen van bestuurders (r.o. 4.7)?
- wringt die normstelling met de hoge drempel van een persoonlijk ernstig verwijt?
- is taakverdeling bij een one-tierboard – zoals bij Fortis – relevant?

Toetsingskader bestuurdersaansprakelijkheid (r.o. 4.51 en 4.52):

"In verband met de vraag of (gedaagde sub 1, Lippens), (gedaagde sub 3, Votron) en (gedaagde sub 2, Mittler) formeel of feitelijk bestuurder waren, geldt het volgende. Bij benadeling van een derde door toedoen van een vennootschap, kan naast de aansprakelijkheid van de vennootschap ook, afhankelijk van de omstandigheden van het concrete geval, grond zijn voor aansprakelijkheid van degene die als bestuurder (voor zover in deze zaak van belang) heeft bewerkstelligd of toegelaten dat de vennootschap haar wettelijke of contractuele verplichtingen niet nakomt. In dat geval mag in het algemeen alleen dan worden aangenomen dat de bestuurder jegens de derde onrechtmatig heeft gehandeld, waar hem, mede gelet op zijn verplichting tot een behoorlijke taakuitoefening als bedoeld in art 2:9 BW, een voldoende ernstig verwijt kan worden gemaakt. Als maatstaf geldt daarbij of het handelen of nalaten van de betrokken bestuurder ten opzichte van de derde in de gegeven omstandigheden zodanig onzorgvuldig is, dat hem daarvan persoonlijk een ernstig verwijt kan worden gemaakt. Aldus geldt voor het oordeel dat een bestuurder in persoon aansprakelijk is – temeer in het hier voorhanden geval dat de derde een aandeelhouder van de desbetreffende vennootschap is, gezien diens zelfgekozen betrokkenheid bij de gang van zaken binnen de vennootschap – een hoge drempel.

Rb. Utrecht (vervolg)

Of van een dergelijk persoonlijk ernstig verwijt sprake is, dient telkens te worden beoordeeld aan de hand van alle omstandigheden van het geval. Tot de in aanmerking te nemen omstandigheden behoren onder meer de aard van de door de rechtspersoon uitgeoefende activiteiten, de in het algemeen daaruit voorvloeiende risico's, de taakverdeling binnen het bestuur, de eventueel voor het bestuur geldende richtlijnen, de gegevens waarover de bestuurder beschikte of behoorde te beschikken ten tijde van de aan hem verweten beslissingen of gedragingen, alsmede het inzicht en de zorgvuldigheid die mogen worden verwacht van een bestuurder die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult. Met name zal van het genoemde persoonlijke ernstige verwijt sprake kunnen zijn indien de bestuurder, in het licht van deze omstandigheden in redelijkheid niet tot het gewraakte handelen heeft kunnen komen."

- toepassing van de aan te leggen norm op Votron, Mittler en Lippens?

Schade door misleiding op de effectenmarkt

Wat zijn de aansprakelijkheidsgronden?

Hoe wordt de omvang van de schadevergoedingsvordering bepaald?

- causaal verband in het onrechtmatigedaadsrecht
  - condicio sine qua non-verband
  - toerekeningsverband (art. 6:98 BW)

- schadebegroting/-vaststelling (ex art. 6:97 BW)
  - (vermogens)vergelijking

- normering omvang van de vergoedingsplicht
  - nogmaals toerekening (ex art. 6:98 BW)
  - eigen schuld (art. 6:101 BW)
  - voordeelstoerekening (art. 6:100 BW)
  - matiging (art. 6:109 BW)

Causaal verband

Volgens HR in World Online laat de wettelijke regeling inzake misleidende reclame (art. 6:194 e.v. BW) de gewone regels betreffende stelplicht en bewijslast onverlet, zoals ten aanzien van de vraag of de schade in een zodanig verband met de misleiding staat dat zij als gevolg daarvan aan degene die de misleidende mededeling openbaar heeft gemaakt, kan worden toegerekend. In beginsel draagt de belegger derhalve ook de stelplicht en bewijslast ter zake van het condicio sine qua non-verband (art. 150 Rv).

Desalniettemin wordt door HR een rechterlijk vermoeden of een nieuwe regel geïntroduceerd. Twee redenen worden daarvoor opgegeven:

- bewijsproblemen van de belegger om c.s.q.n.-verband aan te tonen, zou bescherming van beleggers illusoir maken;

- art. 6 lid 2 van de Prospectusrichtlijn vereist dat effectieve rechtsbescherming geboden wordt volgens de regels van het nationale recht.

  "De lidstaten dragen er zorg voor dat hun wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen inzake burgerrechtelijke aansprakelijkheid van toepassing zijn op de personen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus verstrekte informatie."

Causaal verband (vervolg)

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

"Met het oog op die effectieve rechtsbescherming en gelet op de met de prospectusvoorschriften beoogde bescherming van (potentiële) beleggers tegen misleidende mededelingen in het prospectus, zal tot uitgangspunt mogen dienen dat condicio sine qua non-verband tussen de misleiding en beleggingsbeslissing aanwezig is.

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 die effecten zou zijn overgegaan. De rechter kan echter naar aanleiding van de over en weer aangevoerde argumenten (waarbij zo nodig de juistheid van daarbij aangevoerde feiten door de meest gerede partij aannemelijk moet worden gemaakt), en mede in aanmerking genomen de aard van de desbetreffende misleidende mededeling(en) en de verder beschikbare informatie, tot de conclusie komen dat voormeld uitgangspunt in het concrete geval niet opgaat."

- geldt een dergelijk vermoeden of regel ook in geval van niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van KGI?

Vaststelling van de schade (koersgerelateerde schade)

Omvang van de vergoedingsplicht hangt samen met de door de misleidende voorstelling van zaken veroorzaakte onzuiverheid in de beurskoers. Vastgesteld moet worden *of*, *in welke mate* en *hoe lang* er bij Fortis sprake was van een kunstmatige inflatie (of deflatie) in de koers van de effecten. Dat zal gebeuren met behulp van een deskundigenrapport *(event study)*.

De kunstmatige inflatie kan inzichtelijk worden gemaakt door een vergelijking te maken tussen: (i) de *werkelijke prijslijn* die de (gemiddelde) beurskoers op iedere dag van de misleidingsperiode weergeeft en (ii) de *hypothetische prijslijn* die de marktprijs weergeeft indien geen misleidende voorstelling van zaken gegeven zou zijn.

Problematisch bij opstellen van hypothetische prijslijn is dat de beurskoers door een reeks van factoren wordt beïnvloed. Uitgesloten moet worden de invloed van: (a) algemeen economische informatie, (b) sectorgerelateerde informatie en (c) specifieke informatie over de uitgevende instelling die geen verband houdt met de misleiding.

Collectieve actie ex art. 3:305a BW

"Een stichting of vereniging met volledige rechtsbevoegdheid kan een rechtsvordering instellen die strekt tot bescherming van gelijksoortige belangen van andere personen, voorzover zij deze belangen ingevolge haar statuten behartigt." (lid 1)

VEB treedt op ten behoeve van degenen die in de schadeperiode (21 september 2007 t/m 3 oktober 2008) aandelen Fortis hebben gekocht.

Ontvankelijkheidsvereisten:

- gelijksoortige belangen (lid 1)

Collectieve actie ex art. 3:305a BW (vervolg)

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

"Hoewel het antwoord op de vraag of en in hoeverre iedere belegger afzonderlijk daadwerkelijk door de gestelde onrechtmatige daad is misleid, mede afhankelijk is van de omstandigheden waarin die belegger ten tijde van zijn beleggingsbeslissing verkeerde, leent een vordering als de onderhavige zich bij uitstek voor bundeling van aanspraken van individuele beleggers in de vorm van een collectieve actie. Bij deze collectieve actie staat immers uitsluitend ter beoordeling of het gedrag van World Online en de Banken bij de Beursintroductie onrechtmatig is geweest. Bij de beantwoording van die vraag kan geabstraheerd worden van de bijzondere omstandigheden aan de zijde van de beleggers (vgl. rov. 7.3 van HR 23 december 2005, nr. C04/173, LJN AU3713, NJ 2006, 289). Die omstandigheden zijn pas relevant bij vragen omtrent bijvoorbeeld schade(omvang), causaal verband en eigen schuld. Voor zover de onrechtmatigheid van de gedragingen van World Online en de Banken gegrond wordt op het openbaar maken van misleidende mededelingen, gaat het dus niet om de vraag of en in hoeverre (bepaalde) beleggers daadwerkelijk zijn misleid, maar om de vraag of World Online en de Banken zich vanwege het misleidende karakter van de mededelingen hadden moeten onthouden van het openbaar maken daarvan (zie ook hierna in 4.10.4). Een andere opvatting zou toepassing van art. 3:305a BW onaanvaardbaar beperken."

Collectieve actie ex art. 3:305a BW (vervolg)

HR 26 februari 2010, *NJ* 2011/473 (Jaap/Plaza Casa)

"Zoals blijkt uit de wetsgeschiedenis (…) heeft de wetgever bewust ervan afgezien om representativiteit van de eisende rechtspersoon als voorwaarde in de wet op te nemen, zodat niet als eis gesteld kan worden dat de collectieve actie kan rekenen op de steun van een aanmerkelijk deel van de in aanmerking komende belanghebbenden."

- voorafgaand overleg met gedaagde om het gevorderde te bereiken, waarbij een termijn van 2 weken in elk geval voldoende is (lid 2)
- representativiteit

  "Een rechtspersoon als bedoeld in lid 1 is eveneens niet ontvankelijk, indien met de rechtsvordering de belangen van de personen ten behoeve van wie de rechtsvordering is ingesteld onvoldoende gewaarborgd zijn." (lid 2)

De rechtsvordering in een collectieve actie kan niet strekken tot schadevergoeding te voldoen in geld (lid 3).

Collectieve actie ex art. 3:305a BW (vervolg)

Betekenis van art. 3:305a BW is hoofdzakelijk een uitzondering op art. 3:303 BW (geen belang, geen actie). De wet voorziet namelijk niet in een uitzondering op art. 236 Rv. Het gezag van gewijsde is beperkt tot de partijen in de procedure en dat is niet de 'achterban' van de belangenorganisatie.

Niettemin mag volgens HR 27 november 2009, *JOR* 2010/43 (World Online) uitgegaan worden van een 'zwak' gezag van gewijsde.

"Hoewel de beslissing die naar aanleiding van de onderhavige collectieve actie wordt gegeven enkel gezag van gewijsde heeft tussen VEB enerzijds en World Online en/of de Banken anderzijds (…), ligt het in de rede het in deze procedure gegeven oordeel over de onrechtmatigheid wel tot uitgangspunt te nemen in de afzonderlijke vervolgprocedures. In het oordeel over de onrechtmatigheid is immers het in art. 3:305a BW bedoelde gelijksoortige belang gelegen van de beleggers ten behoeve van wie VEB de collectieve actie heeft ingesteld."

- Claimcode
- Prejudiciële vragen aan de Hoge Raad / Hof van Justitie van de Europese Unie