

Rechtbank Utrecht inzake Fortis: misleidende mededelingen, koersgevoelige informatie en bestuurdersaansprakelijkheid

*Mr. C. R. Jacobs**

Inleiding en achtergrond

Begin 2012 is een eerste gerechtelijke uitspraak gedaan in een reeks van verschillende procedures rond Fortis. De Rechtbank Utrecht heeft in haar uitspraak van 15 februari 2012 beslist dat Fortis N.V. (nieuwe naam: Ageas N.V.; hierna: Fortis), de voormalig CEO van Fortis en de oud-financieel topman onrechtmatig hebben gehandeld ten opzichte van een groep beleggers die de gerechtelijke procedure waren gestart.¹ De voormalig niet-uitvoerende voorzitter van de raad van bestuur van Fortis komt met de schrik vrij.

Eerder al had Fortis door de Autoriteit Financiële Markten (AFM) boetes opgelegd gekregen voor het overtreden van het verbod op marktmanipulatie en voor het niet-tijdig publiceren van koersgevoelige informatie.² Verder is ondertussen door de Ondernemingskamer waneleid van Fortis geconstateerd inzake de uitvoering van de solvabiliteitsplanning in 2008, de informatievervalsing in het prospectus over de subprime-portefeuille van Fortis en het communicatiebeleid.³

Kern van het geschil bij de Rechtbank Utrecht is dat beleggers een onjuist beeld was voorgespiegeld over de financiële situatie van Fortis, wat heeft geleid tot bepaalde beleggingsbeslissingen door aandeelhouders, met waardevermindering van de aandelen tot gevolg. Waar de ellende mee begon, was het openbaar bod van Fortis samen met Royal Bank of Scotland Group Plc en Banco Santander S.A. op de aandelen in ABN AMRO Holding N.V. (hierna: ABN AMRO) op 20 juli 2007. Voor de bedrijfsonderdelen die Fortis zal overnemen, moet zij ongeveer EUR 24 miljard betalen. Hiertoe stelt Fortis een liquiditeitsplan en een solvabiliteitsplan op. Fortis heeft verschillende oplossingen om ervoor te zorgen dat de acquisitie gefinancierd

kan worden en bovendien de solvabiliteit, alsook de toekomstige solvabiliteit op basis van een *'look-through'* benadering toereikend zal zijn. Een oplossing zou niet zijn het uitgeven van nieuwe aandelen met verwatering van de bestaande aandelen tot gevolg en ook niet het schrappen van (interim-)dividenden, zo werd vanuit Fortis gecommuniceerd. Echter, op 26 juni 2008 wordt openbaar gemaakt dat er is besloten tot het uitgeven van nieuwe aandelen en tevens dat er geen interim-dividend zal worden uitgekeerd aan de aandeelhouders, waarna de beurskoers drastisch daalde. Beleggers hebben deze koersdaling niet (kunnen) zien aankomen, doordat op grond van Fortis' communicatie het beeld bestond dat de financiële situatie van Fortis goed was. Relevant is dat de aandelen in Fortis zijn genoteerd aan Euronext Amsterdam en aan Euronext Brussel en dat het bestuur en het toezicht daarop zijn samengebracht in een *one-tier board*.

Gronden voor aansprakelijkheid

De beleggers stellen dat Fortis en haar oud-topmannen onrechtmatig jegens hen hebben gehandeld door een onjuist beeld te creëren over de financiële situatie en meer specifiek over de solvabiliteit van Fortis, door het doen van onjuiste en misleidende mededelingen (marktmanipulatie) en het nalaten koersgevoelige informatie te openbaren, en dat zodoende in strijd is gehandeld met respectievelijk artikel 5:58 lid 1 aanhef sub d en 5:59 (oud) Wet op het financieel toezicht (Wft) (naar de wettekst van voor 1 januari 2009), hetgeen onrechtmatig is (art. 6:162 Burgerlijk Wetboek (BW)).

Voordat de genoemde rechtsgronden van de Wft worden besproken, dient te worden opgemerkt dat de beleggers het onrechtmatig handelen ook baseren op de gronden van artikel 2:139 BW (misleidende voorstelling van zaken in de jaarrekening of tussentijdse cijfers) en artikel 6:194 BW (misleidende reclame). Het beroep op artikel 2:139 BW wordt kort afgedaan, want niet (voldoende) onderbouwd door de beleggers. Het beroep op artikel 6:194 BW kan de beleggers ook niet baten. In eerdere zaken is dit artikel gebruikt om aansprakelijkheid vast te stellen van een uitgevende instelling in ver-

* Mr. C.R. Jacobs is werkzaam als advocaat bij Allen & Overy te Amsterdam.

1. Rb. Utrecht 15 februari 2012, LJN BV3753.

2. Boetebesluit van de AFM van 5 februari 2010. Later, bij besluit van 19 augustus 2010, is nog een boete opgelegd voor het niet-tijdig publiceren van koersgevoelige informatie; <www.afm.nl>.

3. Hof Amsterdam (OK) 5 april 2012, LJN BW0991.

band met het doen van onjuiste mededelingen en vormt het de basis voor prospectusaansprakelijkheid, bijvoorbeeld in de World Online-zaak.⁴ Daar ging het echter om mededelingen die in verband stonden met het aanbieden van een goed, te weten aandelen die werden aangeboden en ten behoeve waarvan het prospectus was opgesteld, hetgeen vereist is voor toepasselijkheid van het artikel. In het geschil dat nu voorlag, is echter geen sprake van mededelingen gedaan in verband met een aanbod van een goed of dienst. Het beroep op deze bepaling wordt daarom niet gehonoreerd.

De onjuiste of misleidende mededelingen van de Wft

Op grond van artikel 5:58 lid 1 en sub d (oud) Wft is het verboden om 'informatie te verspreiden waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van financiële instrumenten, terwijl de verspreider van die informatie weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat die informatie onjuist of misleidend is'. Het gaat in casu om de vraag of bepaalde uitlatingen tijdens een *Investor Day*, in persberichten en tijdens een voordracht op het kantoor van ABN AMRO, welke uitlatingen zijn gedaan namens Fortis door haar voormalig CEO en voormalig financieel topman, een onjuist of misleidend beeld hebben geschetst voor de beleggers over de financiële situatie van Fortis. Daar waar de pijn zit, is het moment dat de raad van bestuur van Fortis op 25 juni 2008 beslist, en met een persbericht op 26 juni 2008 publiek maakt, nieuwe aandelen uit te geven en geen interim-dividend uit te zullen keren; in tegenstelling tot wat er tot dan toe was gecommuniceerd. Dit had alles te maken met het feit dat de solvabiliteit van Fortis, vooral in het kader van de integratie van de ABN AMRO-onderdelen, (veel) zwakker bleek dan gedacht en werd voorgesteld. Voor die integratie was een solvabiliteitsplan opgesteld op grond waarvan de verwachte dan wel na te streven solvabiliteitspositie van Fortis per eind 2009 in kaart was gebracht, waarbij de norm van Basel I werd aangehouden. Onderdeel van dat solvabiliteitsplan was de uitgifte van (niet-verwaterende) hybride effecten tot een bedrag van EUR 5 miljard en 'capital relief-transacties' voor een bedrag van EUR 8 miljard. Deze bedragen zouden echter niet worden opgehaald. Door verschillende ontwikkelingen in de eerste helft van 2008 was dit ook duidelijk voor Fortis en had zij haar communicatie moeten aanpassen, zo stelt de rechtbank. De rechtbank oordeelt dat gezien de volgende ontwikkelingen een te rooskleurig of onjuist beeld is geschetst door Fortis.

a. Verkoop van bedrijfsonderdelen

EC-Remedies

Als voorwaarde voor de overname van delen van ABN AMRO stelde de Europese Commissie dat Fortis een aantal bedrijfs-onderdelen (waaronder de Hollandsche Bank Unie N.V.) moest verkopen vóór 3 juli 2008 (de EC-Remedies). Deutsche

Bank bracht een bod uit op deze bedrijfsonderdelen, maar op basis daarvan en onder de voorwaarden die Deutsche Bank stelde, zou de verkoop veel minder gaan opbrengen dan waar Fortis op rekende bij haar solvabiliteitsplanning. Het zou een solvabiliteitsgat opleveren van EUR 1,1 miljard. Toch onderhandelt Fortis vanaf 20 mei 2008 exclusief met Deutsche Bank. De rechtbank concludeert dat Fortis op dat moment kennelijk inschatte dat andere potentiële kopers geen betere voorwaarden zouden bieden, welke inschatting later ook juist bleek. Dit had aanleiding moeten zijn voor Fortis om de verwachte negatieve uitkomst van de overeenkomst met Deutsche Bank in de *look-through* solvabiliteitsberekening te verwerken en te communiceren aan de beleggers, zo oordeelt de rechtbank.⁵ Fortis en de andere gedaagden hebben gesteld dat het niet nodig was met de gevolgen van de overeenkomst met Deutsche Bank rekening te houden tot het moment dat er een definitieve overeenkomst zou zijn getekend. Echter, toekomstige gevolgen van andere nog niet definitieve overeenkomsten die positief uitvielen (en die verderop worden besproken), zijn wel door Fortis meegenomen in de solvabiliteitsplanning.

Overig

Fortis zou naast de EC-Remedies ook andere bedrijfs-onderdelen, niet zijnde kernactiviteiten, verkopen. In 2008 heeft Fortis haar Braziliaanse vermogensbeheeractiviteiten verkocht aan Santander, maar in de eerste helft van 2008 waren er geen andere concrete (verkoop)plannen. Zou Fortis in de loop van 2008 onderdelen willen gaan verkopen om met de opbrengst daarvan haar solvabiliteit te versterken, dan had zij er in ieder geval rekening mee moeten houden dat dit niet gemakkelijk zou worden, in ieder geval niet voor een redelijke prijs, mede gezien hoe moeizaam de verkoop van de onderdelen in verband met de EC-Remedies verliep.⁶ In die zin was het dus niet realistisch ervan uit te gaan dat daarmee (extra) kapitaal zou worden verkregen en de solvabiliteit zou worden versterkt.

b. Samenwerkingsverbanden

Een tweede onderdeel van de solvabiliteitsplanning was het aangaan van samenwerkingsverbanden met het Chinese Ping An, dat voor EUR 2,15 miljard een belang van 50% zou nemen in Fortis Investments (ook wel Fortis Asset Management) en met Vinci, die zou participeren in Interparking (inzake exploitatie van openbare parkeervoorzieningen). In beide gevallen was er nog geen definitieve overeenkomst, maar werden de geplande opbrengsten wel al meegenomen in de *look-through* solvabiliteitsprognose. In de situatie met Ping An was er wel een overeenkomst getekend, maar daar was nog een aantal voorwaarden in opgenomen, wat niet duidelijk was voor de beleggers. Toen niet aan de voorwaarden was voldaan, zag Ping An eind september 2008 af van de samenwerking. Met Vinci was slechts een *memorandum of understanding* aangegaan. Een bindende koopovereenkomst werd uiteindelijk niet afgesloten. Fortis wist dat de (*look-through*) solvabiliteitscijfers slechter zouden kunnen uitvallen indien de overeen-

4. HR 27 november 2009, LJN BH2162 (VEB/World Online).

5. R.o. 4.20.

6. R.o. 4.27.

komsten met Ping An en Vinci niet tot stand zouden komen. Door de onzekere opbrengsten wel mee te nemen, terwijl de negatieve gevolgen van nog onzekere overeenkomsten niet werden meegenomen, gaf dat in die zin een onjuist en misleidend beeld van de *look-through* solvabiliteit van Fortis.⁷

c. Achtergestelde leningen en securitisaties

Voor het versterken van de solvabiliteit zou kapitaal worden opgehaald door uitgifte van Core Tier 1-kapitaalinstrumenten anders dan aandelen of daarop lijkende financiële (verwaterende) instrumenten, ook wel: achtergestelde leningen. Hiertoe heeft Fortis tweemaal NITSH financiële instrumenten uitgegeven (NITSH staat voor Non-Innovative Subordinated Tier-1 Hybrid Securities). De opbrengst van het plaatsen van deze leningen viel in beide gevallen tegen en zorgde ervoor dat de solvabiliteit niet zodanig werd versterkt als waar Fortis op rekende. Overigens was Fortis ook voornemens het eigen vermogen te versterken door securitisaties. Dit is echter nooit concreet gemaakt door Fortis en bovendien was de markt voor securitisaties in 2008 vrijwel volledig opgedroogd.

d. De aankoop van het resterende belang in ABN AMRO Verzekeringen van Delta Lloyd

Fortis wilde het resterende belang van 51% in ABN AMRO Verzekeringen kopen van Delta Lloyd. Om de acquisitie te kunnen financieren, zou extra kapitaal nodig zijn. Dit was niet meegenomen in de *look-through* solvabiliteitsberekening en zou derhalve een verslechtering van de solvabiliteit tot gevolg hebben.⁸

e. Bijkomende omstandigheden

Naast voorgaande punten overweegt de rechtbank dat Fortis in haar *look-through* solvabiliteit, voor zover daarover werd gecommuniceerd met de markt, zich richtte op het halen van de Bank (Core) Tier 1-norm en niet (meer) streefde naar een buffer. Dit betekende dat elke tegenvaller, zoals die er uiteindelijk ook bleken te zijn toen voor de EC-Remedies een minder hoge opbrengst werd verkregen en de samenwerkingsverbanden met Ping An en Vinci geen doorgang vonden, direct zou moeten worden gecompenseerd met extra maatregelen om die noodzakelijke solvabiliteit te realiseren.⁹ Verder werd er in 2008 door een lager operationeel resultaat en door noodzakelijke afschrijvingen of voorzieningen op de waarde van activa van Fortis (onder andere in verband met waardevermindering van de *structured credit*-portefeuille) minder winst gerealiseerd dan het bedrag dat aan (interim-)dividend uitgekeerd moest gaan worden.

Terwijl op alle voornoemde fronten duidelijk werd dat de (*look-through*) solvabiliteit van Fortis er niet goed voorstond, werd vanuit Fortis gecommuniceerd dat alles volgens plan liep en werden tegenvallers niet genoemd. Het gaat hierbij om de

specifieke uitlatingen, gedaan door de oud-CEO ('sound solvency position in line with plans') en door de voormalig financieel topman ('solid pro forma look-through capital ratios'; 'sound solvency position despite credit and equity market turmoil'; 'We therefore remain firmly on track to meet our solvency targets by 2009') tijdens een *Investor Day* op 22 mei 2008, om de presentie die tijdens de *Investor Day* werd gegeven waarbij op een slide over de *look-through* solvabiliteit wel de positieve effecten van mogelijke overeenkomsten zijn meegenomen, maar niet de negatieve effecten van de verkoop van de EC-Remedies, om uitlatingen in persberichten van 22 mei 2008 ('Fortis meldt goede vooruitgang bij integratie van ABN AMRO'; 'Tijdsplanning, synergieën en integratieproces volledig op schema'; 'Wij zijn pas zeven maanden geleden begonnen en hebben nu al op alle fronten grote vooruitgang geboekt. Alle belangrijke mijlpalen in dit proces zijn bereikt (...)') en van 23 mei 2008 ('Fortis is tevreden met dit resultaat [van de plaatsing van de tweede NITSH achtergestelde leningen; CRJ]. Wij hebben hiermee onze vooropgestelde doelstelling gerealiseerd') en uitlatingen tijdens een voordracht van de oud-CEO op 5 juni 2008, wanneer hij stelt dat de solvabiliteit sterk is.

Nu gaat het om de vraag of Fortis wist of redelijkerwijs moest vermoeden dat de informatie onjuist of misleidend was en wist dat haar solvabiliteit niet (meer) toereikend was of zou zijn, de solvabiliteit niet op schema lag, zoals bedacht in haar solvabiliteitsplan, en andere middelen noodzakelijk werden om haar doelstellingen te halen. De rechtbank oordeelt dat dit op 20 mei 2008 inderdaad het geval was, omdat op die dag duidelijk was wat de negatieve consequenties van de verkoop van de EC-Remedies aan Deutsche Bank betekenden, dat extra kapitaal nodig was voor de acquisitie van het belang in ABN AMRO Verzekeringen van Delta Lloyd en dat er niet genoeg geld zou worden opgehaald met de tweede achtergestelde (NITSH-)lening.¹⁰ De uitlatingen van Fortis na 20 mei 2008 dat alles volgens plan liep en/of de solvabiliteitspositie van Fortis sterk was, waren vanaf dat moment niet in overeenstemming met de werkelijke financiële situatie. Het oordeel van de rechtbank is daarom dat de mededelingen die zijn gedaan op 22 mei 2008 tijdens de *Investor Day* en daarna in persberichten en in een voordracht, een onjuist en misleidend beeld hebben geschetst en Fortis daarmee in strijd heeft gehandeld met artikel 5:58 lid 1 aanhef en sub d (oud) Wft. Dat de mededelingen van invloed zijn geweest op de koers van een aandeel in Fortis bleek overigens duidelijk toen de aandelenkoers met 18,89% daalde na het persbericht van 26 juni 2008, waarin werd aangekondigd dat nieuwe aandelen zouden worden uitgegeven en dat er geen interim-dividend zou worden uitgekeerd.

Koersgevoelige informatie

Artikel 5:59 (oud) Wft (welke verplichting tegenwoordig is vastgelegd in art. 5:25i Wft) legt een uitgevende instelling de

7. R.o. 4.22.

8. Deze acquisitie is door Fortis genoemd als een reden voor de uitgifte van nieuwe (verwaterende) aandelen in juni 2008.

9. R.o. 4.31.

10. R.o. 4.31.

verplichting op om koersgevoelige informatie, ofwel voorwetenschap, onverwijld openbaar te maken. Koersgevoelige informatie is die informatie die concreet is en die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op een uitgevende instelling waarop de financiële instrumenten betrekking hebben of omtrent de handel in deze financiële instrumenten, welke informatie niet openbaar is gemaakt en waarvan openbaarmaking significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de financiële instrumenten of op de koers van daarvan afgeleide financiële instrumenten (art. 5:53 lid 1 Wft). De rechtbank oordeelt dat de overeenkomst met Deutsche Bank voor de verkoop van de EC-Remedies 'in algemene zin koersgevoelige informatie betrof. Ik ga er hierbij van uit dat de rechtbank doelt op de gevolgen van die (nog uit te onderhandelen) overeenkomst en niet op de overeenkomst op zich. De rechtbank overweegt ook dat, nu de verkoop veel minder zou opbrengen dan wat door Fortis was ingecalculeerd en er dus op andere wijzen kapitaal zou moeten worden verkregen, dit van invloed zou zijn op de beurskoers van Fortis. De rechtbank beslist vervolgens dat op 20 mei 2008, namelijk het moment dat Fortis exclusief met Deutsche Bank ging onderhandelen, sprake was van koersgevoelige informatie die openbaar gemaakt had moeten worden. Dit is anders dan hoe eerder de AFM besliste. De AFM heeft namelijk bij het opleggen van een boete voor overtreding van artikel 5:59 (oud) Wft beslist dat Fortis de koersgevoelige informatie openbaar had moeten maken na publicatie van een artikel in *De Telegraaf* op 14 juni 2008, waarin werd bericht over de mogelijke overeenkomst met Deutsche Bank, welke informatie achteraf in essentie juist bleek.¹¹ De AFM oordeelt ter zake dus minder streng dan dat de rechtbank doet. Dat de rechtbank, gezien de middelen, tijd en vooral de afwegingen die de rechtbank moet maken als onafhankelijke rechtsinstantie om tot een beslissing te komen, strenger oordeelt dan de AFM, die als toezichthouder en partij juist strenger valt te verwachten, is opvallend. Uiteindelijk is op 26 juni 2008 bekendgemaakt dat de overeenkomst met Deutsche Bank getekend zou gaan worden, wat de rechtbank niet *onverwijld* openbaar maken acht. De rechtbank overweegt dat Fortis mocht wachten met het openbaar maken van de koersgevoelige informatie tot de *Investor Day* op 22 mei 2008, omdat het in het belang van Fortis was om niet één dag – aangezien een bericht nog opgesteld moest worden – voor een *Investor Day* een persbericht uit te doen, nu dat tot veel onrust in de markt zou zorgen. Maar op die dag had Fortis de gevolgen van de overeenkomst (waarover nog exclusief werd onderhandeld) openbaar moeten maken. Overigens was binnen Fortis bekend dat er ter zake sprake was van koersgevoelige informatie, aangezien de General Counsel daarover (intern) aan onder anderen de voormalig financieel topman berichtte. Het advies van de General Counsel om informatie openbaar te maken is echter opzijgeschoven.

11. Boetebesluit AFM, 5 februari 2010.

Aansprakelijkheid

Naast handelen in strijd met artikel 5:58 lid 1 sub d (oud) Wft heeft Fortis ook gehandeld in strijd met de zorgvuldigheidsnorm van artikel 5:59 (oud) Wft, zo oordeelt de rechtbank. Nu is de vraag of dat handelen ook onrechtmatig is ten opzichte van de beleggers. De rechtbank overweegt dat uit de memorie van toelichting op de Wft volgt dat een van de primaire doelstellingen van de Wft de bescherming van consumenten tegen onbehoorlijk handelen van financiële ondernemingen is. Wanneer sprake is van overtreding van een specifiek tot die onderneming gerichte wettelijke bepaling als artikel 5:59 (oud) Wft is daarmee de onrechtmatigheid van het handelen van de uitgevende instelling gegeven. Gezien de beschermingsgedachte achter artikel 5:58 (oud) Wft, zeker ten aanzien van bestaande aandeelhouders, is er tevens meteen sprake van onrechtmatig handelen bij overtreding van dat artikel.¹²

Bestuurdersaansprakelijkheid

Naast Fortis worden ook de oud-CEO en oud-financieel topman persoonlijk aangesproken door de beleggers. Er spelen hier twee verschillende kwesties. In beide gevallen gaat het om de vraag of er sprake is van externe aansprakelijkheid, anders dan interne aansprakelijkheid die kan bestaan op grond van de relatie tussen een bestuurder en de vennootschap, zoals bedoeld in artikel 2:9 BW. Van externe aansprakelijkheid kan sprake zijn in geval van ernstig verwijtbaar handelen van een bestuurder jegens een aandeelhouder, of het kan rechtstreeks volgen uit het overtreden van of in strijd handelen met een specifieke wettelijke plicht. De eerste, en ook meteen de meest overzichtelijke, kwestie betreft de vraag of de oud-Fortis-topmannen persoonlijk artikel 5:58 (oud) Wft hebben overtreden. Dit artikel betekent namelijk niet alleen een wettelijk verbod voor Fortis, maar ook rechtstreeks voor de oud-topmannen van Fortis, zo volgt uit artikel 5:56 lid 2 sub a en c (oud) Wft. En bij een handelen in strijd met deze bepaling is er sprake van onrechtmatig handelen door die persoon, zo is hiervoor al gebleken. Overigens legt artikel 5:59 (oud) Wft niet rechtstreeks een verplichting op aan de oud-CEO, de voormalig financieel topman en de oud (niet-uitvoerende) voorzitter van de raad van bestuur van Fortis, maar alleen aan Fortis. De tweede kwestie betreft de vraag of er sprake is van onrechtmatig handelen van (een van de) oud-Fortis-topmannen op grond van bestuurdersaansprakelijkheid, uit hoofde van ieder zijn functie, gebaseerd op onrechtmatige daad. Ook bij deze (externe) verhouding dient te worden aangesloten bij de norm van artikel 2:9 BW.¹³ Een bestuurder zal echter alleen aansprakelijk zijn als hem een ernstig verwijt kan worden gemaakt. Bij de beoordeling of de oud-bestuurders aansprakelijk zijn voor het handelen van Fortis in strijd met artikel 5:59 (oud) Wft of in strijd met artikel 5:58 (oud) Wft, voor zover het niet ziet op eigen mededelingen, sluit de rechtbank in deze uitspraak ook aan bij dat criterium.

12. R.o. 4.8.

13. HR 20 juni 2008, NJ 2009, 21 (Willemsen/NOM).

De rechtbank beslist dat de oud-CEO van Fortis aansprakelijk is voor het persoonlijk doen van misleidende mededelingen, doordat hij handelde in strijd met het specifieke wettelijke verbod van artikel 5:58 (oud) Wft. De rechtbank overweegt dat de oud-CEO, ingevolge zijn functie en zijn feitelijke werkzaamheden, op de hoogte was van alle informatie op grond waarvan Fortis aansprakelijk wordt geacht. De oud-CEO heeft mededelingen gedaan die misleidend waren voor beleggers in Fortis en wist of behoorde te weten dat de mededelingen onjuist waren en heeft daarmee onrechtmatig gehandeld jegens de beleggers. Vervolgens behandelt de rechtbank de vraag of de oud-CEO ook aansprakelijk is uit hoofde van zijn functie als bestuurder en hem een persoonlijk ernstig verwijt kan worden gemaakt ten aanzien van de misleidende mededelingen gedaan door de oud-financieel topman en voor het niet door Fortis openbaar maken van koersgevoelige informatie. De rechtbank beslist na afweging van de omstandigheden van het geval van wel. Daarbij wordt meegewogen dat hij de CEO was van Fortis, dat hij over alle relevante informatie beschikte en (voor wat betreft het eerste punt) aanwezig was bij de presentatie door de oud-financieel topman, die zelf geen lid was van de raad van bestuur, en dat de mededelingen kennelijk met de instemming van de oud-CEO werden gedaan.¹⁴

Anders dan de voormalig CEO droeg de voormalig financiële man geen verantwoordelijkheid voor het beleid van Fortis, nu hij niet in de raad van bestuur zat en ook niet is gebleken dat hij moet worden gezien als een feitelijk bestuurder. De doctrine van bestuurdersaansprakelijkheid is hier dus niet van toepassing, waardoor alleen de vraag overblijft of hij in strijd heeft gehandeld met de zorgvuldigheidnorm van artikel 5:58 (oud) Wft. De rechtbank overweegt dat hij op de hoogte was van de financiële situatie van Fortis, gezien zijn functie als 'Chief Finance Risk and General Counsel' en aangezien hij (onder andere) lid was van de Executive Committee, die de CEO ondersteunde bij het dagelijks beleid. Daaruit volgt, zo stelt de rechtbank, dat hij wist of in ieder geval redelijkerwijs moest vermoeden dat de door hem gedane mededelingen en verstrekte informatie onjuist waren en daarmee misleidend.¹⁵ In het onderzoeksrapport van de Ondernemingskamer (hierna: het Onderzoeksrapport) wordt overigens overwogen dat, ondanks dat hij geen lid was van de raad van bestuur, de voormalig financiële topman, met aan hem rapporterend de CFO, Hoofd Legal en Hoofd Risk Management, als belangrijk uitvoerend bestuurder van Fortis moest worden beschouwd.¹⁶ De oud-financieel topman was van eind 2004 tot 1 januari 2008 CFO van Fortis, zo blijkt uit de uitspraak van de rechtbank.

Ten slotte wordt de oud-voorzitter van de raad van bestuur van Fortis, zijnde een niet-uitvoerend lid van de raad van bestuur, aangesproken door de groep beleggers. In dit geval wordt echter geen aansprakelijkheid aangenomen. Ten eerste

gaat aansprakelijkheid op grond van artikel 5:58 (oud) Wft niet op, nu hij zelf geen mededelingen heeft gedaan. Ten tweede, op de vraag of de niet-uitvoerende bestuurder ervoor had moeten zorgen dat de koersgevoelige informatie openbaar zou worden gemaakt of dat hij had moeten voorkomen dat de oud-CEO en de voormalig financieel topman onjuiste mededelingen deden namens Fortis ofwel het had moeten (laten) rechtzetten, beslist de rechtbank na een feitelijke beoordeling van de omstandigheden van het geval, dat de oud niet-uitvoerende voorzitter geen ernstig persoonlijk verwijt gemaakt kan worden. Hierbij wordt overwogen dat uit de aan de rechtbank beschikbare stukken en informatie blijkt dat de feitelijke werkzaamheden van de oud-voorzitter van de raad van bestuur hoofdzakelijk lagen op het vlak van toezicht houden (op de CEO) en dat hij niet betrokken was bij de dagelijkse gang van zaken.¹⁷ Daarbij was hij afhankelijk van de informatie die werd verstrekt door de CEO. Hierbij is interessant dat het gaat om de beoordeling van aansprakelijkheid van een niet-uitvoerende bestuurder in een *one-tier board*. Al is binnen de *one-tier board* een niet-uitvoerende bestuurder degene die het toezicht dient te houden op de uitvoerende bestuurders, aangezien het een uitvoerende bestuurder niet is toegestaan die taak uit te voeren, kan de taak van een niet-uitvoerende bestuurder meer omvatten. Als voorzitter van een *one-tier board* zou die taak misschien al verder kunnen reiken. De rol van een niet-uitvoerende bestuurder in een *one-tier board* kan ook niet zomaar gelijk worden gesteld aan de rol van een commissaris bij een *two-tier board*. In het geval van een *one-tier board* is ieder van de leden als onderdeel van het bestuur van de vennootschap in ieder geval verantwoordelijk voor de algemene gang van zaken van de vennootschap; ook de niet-uitvoerende bestuurders. Dat is een raad van commissarissen niet. Uit het nieuwe artikel 2:9 BW als onderdeel van het wetsvoorstel bestuur en toezicht, waarbij de mogelijkheid van een *one-tier board* wettelijk wordt vastgelegd, blijkt die verantwoordelijkheid voor de algemene gang van zaken bij de vennootschap voor de gehele raad van bestuur, dus inclusief de niet-uitvoerende bestuurders, en wordt aangesloten bij de ontwikkelingen in de rechtspraak.¹⁸

Ter afsluiting

Nu aansprakelijkheid van Fortis, haar voormalig CEO en voormalig financieel topman is vastgesteld, is de volgende stap voor de beleggers een schadestaatprocedure. Daarin zal, zo overweegt de rechtbank, aan de orde moeten komen of de beleggers ook daadwerkelijk schade hebben geleden, en zo ja, wat de hoogte daarvan is en of er bovendien een causaal verband bestaat tussen die schade en het onrechtmatig handelen van Fortis, de oud-CEO en/of de voormalig financiële topman.¹⁹ Het een en ander zal nog niet zo gemakkelijk zijn, los van de vraag of in dit geval wel of niet sprake is van afgeleide schade. In geval van afgeleide schade is namelijk uitgangspunt

14. R.o. 4.69.

15. R.o. 4.75.

16. Onderzoeksrapport Hof Amsterdam (OK) 15 juni 2010, par. 689.

17. R.o. 4.57.

18. Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II*, Deventer: Kluwer 2009, nr. 449.

19. R.o. 4.77.

dat alleen de vennootschap de door haar geleden schade kan verhalen op de schadeveroorzaker en dat de aandeelhouders ter zake van de waardevermindering van hun aandelen in beginsel geen eigen vorderingsrecht toekomt, tenzij die aandeelhouders aannemelijk maken dat de schadeveroorzaker tevens jegens hen een specifieke zorgvuldigheidsnorm heeft geschonden.²⁰ De beleggers sluiten in deze zaak met hun vordering wel aan bij de waardevermindering van hun aandelen en op die wijze zou de omvang van de schade bepaald kunnen worden. Dit maakt het echter nog niet meteen afgeleide schade.²¹ Afgeleide schade is de schade die de aandeelhouder lijdt als gevolg van de waardevermindering van de aandelen in de vennootschap, welke waardevermindering het gevolg is van de schade die is toegebracht aan het vermogen van de vennootschap door wanprestatie of onrechtmatige daad van een derde.²² Is daarvan hier sprake? Ik denk het niet. De groep beleggers stelt niet dat door handelen van het bestuur de waarde van de vennootschap is gedaald en daarmee de waarde van de door ieder van hen gehouden aandelen is gedaald, maar de stelling is dat de beleggers, indien zij op de hoogte waren geweest van de werkelijke financiële toestand van Fortis, eerder aandelen zouden hebben verkocht dan wel niet zouden hebben aangekocht of anders tegen een lagere koers. Nu zal er wel causaal verband tussen de misleiding en de schade van de aandeelhouders moeten worden aangetoond, wat nog niet gemakkelijk zal zijn. Wat hierbij lastig is, is dat er ook andere factoren van invloed zijn geweest op de beurskoers van de aandelen in Fortis. Het niet openbaar maken van koersgevoelige informatie en het doen van misleidende mededelingen waren niet de enige ontwikkelingen; zo waren er bijvoorbeeld ook de slechte ontwikkelingen op de financiële markten. De vraag is of de (gehele) koersdaling, in de periode van 22 mei 2008 tot 26 juni 2008, in redelijkheid toerekenbaar is aan Fortis in verband met het handelen dat in de uitspraak van de rechtbank als onrechtmatig is geoordeeld. Dan is vervolgens nog de vraag wat de omvang van de schade moet zijn als gevolg van de onjuiste en misleidende mededelingen en het niet openbaar maken van de koersgevoelige informatie, hetgeen ook niet eenvoudig te bepalen is. Wat dient als peildatum te worden genomen voor het vaststellen van de schade? Ik zou zeggen dat in geval van een aandeelhouder die heeft aangekocht die datum van aankoop mogelijk als peildatum zou kunnen worden aangehouden. Maar in geval van een aandeelhouder die stelt schade te hebben geleden door een 'niet-verkopen' van aandelen zal een peildatum moeilijker te bepalen zijn, aangezien niet zeker is of en wanneer de aandeelhouder zijn aandelen verkocht zou hebben. In dit geval zal de omvang gemaximeerd zijn tot de koersdaling tussen de periode van 22 mei 2008 tot 26 juni 2008. De datum van 26 juni 2008 was de datum van het persbericht waardoor de werkelijke financiële situatie van Fortis bekend

werd. De datum van 22 mei 2008 was de datum die door de rechtbank wordt gesteld als de datum dat de mededelingen van Fortis een ander karakter hadden moeten krijgen en wat daarom het (eerste) moment zou kunnen zijn geweest waarop de beleggers aandelen zouden hebben verkocht dan wel geen aandelen zou hebben aangekocht (of tegen een lagere prijs). Maar hoe verder te bepalen? In hoeverre komt de schade van de beleggers rechtens voor vergoeding in aanmerking? Voor een uitgebreide studie over schade door misleiding op de effectenmarkt verwijz ik naar het proefschrift van De Jong over dit onderwerp.²³

Conclusie is dat de beleggers met de uitspraak van de rechtbank een stap dichterbij zijn, maar dat de strijd (ook in deze zaak) nog niet is gestreden, overigens ook niet nu hoger beroep is of zal worden ingesteld door (in ieder geval) Fortis.²⁴

20. F. Veenstra, De aandeelhouder en zijn afgeleide schade, *Ondernemingsrecht* 2008, nr. 41.

21. Asser/Macijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 212; conclusie van A-G Timmerman onder 4.14 bij HR 2 november 2007, *JOR* 2007, 302.

22. Asser/Macijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 212.

23. B.J. de Jong, *Schade door misleiding op de effectenmarkt*, Deventer: Kluwer 2010.

24. Persbericht Ageas N.V. van 15 februari 2012, waarin hoger beroep wordt aangekondigd (<www.ageas.com/nl/Pages/pressrelease.aspx>).