

Privaat ‘toezicht’ en verhaal na de ondergang van Fortis

Mr. G.T.J. Hoff

1. Inleiding

Het welgekozen thema van uw congres van vandaag luidt: ‘Toezicht in de financiële sector’. Volgens mij is dat een uiterst actueel en belangwekkend thema voor ons aller beleggingsportefeuille. Ik neem aan dat dit thema door u ook is gekozen, omdat u een zekere heilzame werking verwacht van het overheidstoezicht dat De Nederlandsche Bank (DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM) op (onder meer) onze Nederlandse banken uitoefenen. Dat overheidstoezicht wordt uitgeoefend – zoals u inmiddels wel zult weten – met behulp van een reeks van toezichtsinstrumenten, zoals vergunningen, verklaringen van geen bezwaar en het in dat verband opleggen van gedetailleerde voorschriften ten aanzien van de wijze van bedrijfsvoering, waartoe ook solvabiliteits- en liquiditeitseisen behoren. Al die regels en vereisten, die zijn opgenomen in de Wet op het financieel toezicht (Wft) en de daarbij behorende uitvoeringsregelgeving, moeten waarborgen dat banken geleid worden door deskundige en betrouwbare bestuurders en commissarissen en dat banken te allen tijde aan hun opeisbare verplichtingen jegens crediteuren kunnen voldoen. U en ik willen er tenslotte op kunnen vertrouwen dat als wij onze spaarcentjes onderbrengen bij een bank met zo’n indrukwekkende voorgevel dat die bank ons uitbetaalt zodra wij op enig moment aan de kas staan of gebruik maken van de geldautomaat.

Laat ik u dan maar meteen uit die mooie droom halen. Als u veronderstelt blind te kunnen en mogen vertrouwen op overheidstoezicht, dan denkt u wat mij betreft in termen van een ideaal- of droombeeld en het wordt daarom hoog tijd om u allen eens goed wakker te schudden. Het toezicht dat door de financiële toezichthouders wordt uitgeoefend, is namelijk ongetwijfeld zeer nuttig en kan zeker niet gemist worden. Laat ik dat voorop stellen. Maar de barre realiteit is ook dat overheidstoezicht stellig niet zal kunnen verhinderen dat banken door allerlei oorzaken in financieel zwaar weer kunnen geraken en uiteindelijk zelfs kunnen failleren. Het faillissement van een bank kan zelfs op heel korte termijn plaatsgrijpen als één of andere onverlaat (en u begrijpt dat ik dan doel op de onheilsprofeet genaamd Pieter Lakeman), vrolijk begeleid met oorverdovend tromgeroffel en trompetgeschal vanuit de media, het volk oproept om zijn geld bij een bank weg te halen en daardoor een *run on the bank* ontstaat, zoals dat bij de DSB Bank van Dirk Scheringa is gebeurd.

Ik ben zelf in mijn carrière met die realiteit al jong op een bepaalde, voor mijzelf nogal ontluisterende, wijze geconfronteerd. Uiteraard niet met een faillissement, want ik werkte toen als bedrijfsjurist bij *de* bank van Nederland, de ABN Amro. Ik kreeg destijds met een groep van managementtrainees eens een cursus over kredietverlening aan bedrijven. Hoe pak je dat aan en aan welke normen toets je de kredietwaardigheid van een bedrijf? Ons werd door de docent een gestileerde balans getoond van een onderneming en daarna werd ons gevraagd of wij bereid waren – zonder enige zekerheidstelling – een omvangrijk krediet aan dat bedrijf te verlenen. Dat bedrijf had ongeveer een eigen vermogen van 6% van het balanstotaal. Zo conservatief mogelijk als wij als kredietverlener konden zijn, wezen wij allen de kredietaanvraag met één pennenstreek af. Immers, in de verste verte voldeed de balans van dit bedrijf niet aan de gebruikelijke vereisten voor kredietverlening, waarvan een minimum eigen vermogen (en dat is een beetje afhankelijk van het soort bedrijf) van ca. 20% deel uitmaakt. Dat dit bedrijf aan die solvabiliteitseis bij lange na niet voldeed, was evident. Daarna onthulde de docent met een brede grijns van welke onderneming de gestileerde balans daadwerkelijk

was. Dat bleek de balans van ABN Amro zelf te zijn. Grote consternatie in de groep van de net bij deze bank aangenomen werknemers en ook bij mij. Wij waren kennelijk niet eens bereid krediet te verlenen aan onze eigen werkgever, waarvan wij wel verwachtten dat die elke maand klaar zou staan om ons salaris uit te betalen!

Dit uit het leven gegrepen voorbeeld maakt duidelijk hoe bijzonder, en tegelijk ook kwetsbaar, de positie van banken in onze samenleving eigenlijk is. Een bank maakt haar bedrijf ervan gelden aan te trekken in de vorm van obligaties, spaargelden en deposito's (d.i. de passiefzijde van de balans) en die gelden vervolgens aan anderen door te lenen – denk aan hypotheek of bedrijfskredieten – of om daarmee eigen beleggingen te doen die idealiter goed renderen (d.i. de actiefzijde van de balans). Omdat de ervaring leert dat niet alle rekeninghouders, spaarders en depositohouders tegelijk hun gespaarde geld bij een bank opvragen, kunnen banken erg ver gaan in hun kredietuitzettingen bij derden of het doen van eigen beleggingen. Echter, als het publiek het vertrouwen in die bank en haar soliditeit om één of andere reden kwijtraakt, dan kan het snel gedaan zijn met haar gezonde voortbestaan. Het spreekwoord luidt dan ook dat vertrouwen in de financiële wereld te voet komt en te paard gaat. En dat leert ook de ondergang van Fortis waarover ik met u vanochtend verder zal spreken.

2. De ondergang van Fortis

Fortis was tot voor kort één van de toonaangevende financiële instellingen in Europa – het gaat om een bank en een verzekeraar – met een balanstotaal van ongeveer € 900 miljard. Fortis telde ongeveer 60.000 werknemers wereldwijd. Zoals bekend, maakte Fortis tezamen met Royal Bank of Scotland en Banco Santander het onmogelijke waar: het inlijven van onze nationale trots ABN Amro medio 2007. Fortis participeerde in de overnamesom met een bedrag van €24 miljard. Het einde van dit heldenepos is u bekend. In september/oktober 2008 ontstond een situatie dat Fortis noodgedwongen voor steeds grotere bedragen bij de zogeheten *lenders of last resort*, de centrale banken in Nederland en België, moest aankloppen voor liquiditeitssteun. Het geld spoelde namelijk weg bij Fortis. In één dag tijd werd door cliënten soms voor €20 miljard aan middelen opgenomen en Fortis kon zonder steun van de centrale banken aan die vraag niet meer voldoen. Debet aan dit debacle was ook de kredietcrisis die in de USA en Europa snel om zich heen greep met als gevolg dat de interbancaire kredietmarkt opdroogde. Banken vertrouwden elkaar niet meer en leenden dus ook geen geld meer aan elkaar uit, omdat niemand goed wist wat de financiële positie van zijn wederpartij was.

Na een eerste reddingspoging waarin de Nederlandse, Belgische en Luxemburgse overheid een minderheidsdeelneming van 49% in de nationale onderdelen van Fortis verwierven, moest de overheid binnen één week Fortis opnieuw te hulp schieten. Alstoen werd Fortis in een weekend tijd volledig genationaliseerd. Het Nederlandse deel van Fortis, waarvan het Nederlandse smaldeel van ABN Amro deel uitmaakte, werd begin oktober 2008 door de Nederlandse Staat aangekocht voor €16,8 miljard. Wie hier meer van wil weten, leze onder de kerstboom het boek van Piet Depuydt over de ondergang van Fortis. Daarin gaat deze journalist van NRC Handelsblad vooral in op de bestaande kloof tussen de Belgen en de Nederlanders en hoe die kloof Fortis uiteindelijk fataal werd.

Ook in dit geval heeft het overheidstoezicht van de toezichthouders gefaald, in die zin dat een mogelijke ondergang van Fortis – *ondanks* het intensieve toezicht dat zowel in België als in Nederland werd uitgeoefend – niet voorkomen kon worden en dat dientengevolge de noodgreep van een nationalisatie onvermijdelijk werd. Intussen betaalden aandeelhouders

daarvoor wel een hoge rekening. Waren zij eerst nog aandeelhouder van het trotse Fortis, na de nationalisatie resteerde slechts nog een deelname in wat internationale verzekeringsactiviteiten, wat *cash* en een deelname in een vehikel met dubieuze *subprime* beleggingen (over welke beleggingen ik zo dadelijk nog kom te spreken). Fortis was misschien dan wel gered en door de driekoppige bemanning van de sleepboot – en ik doel dan op Wouter Bos, Noud Wellink en Jan-Peter Balkenende – in een veilige thuishaven geloodst, maar in de visie van de aandeelhouders bleven zij achter met slechts wat afgekloven botten.

Wanneer het overheidstoezicht *vooraf* zo tekort kan schieten, is het wellicht zaak om *achteraf* te kijken of benadeelde aandeelhouders zelf bepaalde bij de ondergang van Fortis betrokkenen verantwoordelijkheid kunnen laten nemen voor de ontstane situatie. U begrijpt dat dit een eufemisme is. Het gaat uiteraard niet alleen om verantwoordelijkheid laten nemen, maar ook om aansprakelijkheid te laten vaststellen voor de door aandeelhouders geleden schade bestaande uit koersverliezen. In één jaar tijd daalde de beurskoers van Fortis van €27 (in mei 2007 toen het bod op ABN Amro werd aangekondigd) tot €2 à €3 (in september/oktober 2008 toen Fortis werd genationaliseerd). Wie zouden voor die aanmerkelijke koersverliezen moeten opdraaien? Te denken valt in dit geval aan de bestuurders en commissarissen van Fortis, de accountant wellicht, de toezichthouders of de Staat die nu de trotse bezitter is van de gezonde delen van de bank-verzekeraar. Gedacht kan ook worden aan de banken – Merrill Lynch en ING – die in september 2007 betrokken zijn geweest bij het samenstellen en distribueren van een emissieprospectus van €13,4 miljard.

Met de opdracht om de rekening van het debacle neer te leggen bij al diegenen die hiervoor verantwoordelijk zijn, werden wij als advocaten bij Spigthoff belast door de bij u wellicht bekende Vereniging van Effectenbezitters (VEB). Ik wil u in het vervolg van mijn lezing in een aantal stappen meenemen door enkele verhaalsacties die wij inmiddels in gang hebben gezet. Bij alles wat ik u verder vertel, moet u natuurlijk wel weten dat ik een verdomd goede, maar wel een stinkend partijdige, advocaat ben en dat onze onafhankelijke rechterlijke macht in deze unieke zaak ‘het laatste woord’ zal hebben.

3. Onderzoek naar beleid en gang van zaken bij Fortis

Het opzetten van een zo omvangrijke zaak als deze begint uiteraard met kennis van de feiten. *Where and why dit it go wrong?* Toen wij deze zaak begonnen, vermoedden wij natuurlijk wel het een en ander aan misstanden bij Fortis maar het fijne wisten wij daar nog niet van. In dat soort situaties is de beproefde weg het verzoeken om een enquête bij de Ondernemingskamer van het Amsterdamse Gerechtshof. De Ondernemingskamer beveelt een dergelijk onderzoek naar het beleid en de gang van zaken bij een rechtspersoon “wanneer blijkt van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen” (art. 2:350 lid 1 BW).

Namens de VEB stelden wij dat op drie terreinen sprake was van dergelijke gegronde redenen. Ten *eerste* het beleid en de gang van zaken rond de financiering van het bod van Fortis op ABN Amro. Vraagtekens waren immers te plaatsen bij de wijze waarop Fortis voornemens was een bedrag van €24 miljard te betalen voor haar aandeel in de overnamesom en bij de wijze waarop Fortis aan dat voornemen uitvoering heeft gegeven. Ten *tweede*: het beleid en de gang van zaken rond allerlei publieke mededelingen die door Fortis zijn gedaan. De VEB heeft in de enquêteprocedure gewezen op een reeks van geruststellende mededelingen die Fortis had gedaan, zelfs tot kort voor het moment van de algehele uitverkoop. Al die publieke mededelingen bleken achteraf niet bewaarheid te kunnen worden door Fortis. In de *derde* plaats ten slotte het beleid en de gang van zaken rond de

nationalisatie van Fortis. Was het bestuur nog wel in *control* en baas over de eigen onderneming toen in één weekend tijd besloten werd tot die algehele uitverkoop aan de Staat?

Op al deze punten heeft de Ondernemingskamer de VEB gevolgd en bij beschikking van 24 november 2008 is daarom een onderzoek gelast naar het beleid en de gang van zaken bij Fortis (*JOR* 2009/9). De Ondernemingskamer heeft drie onderzoekers benoemd, twee oud-bankiers en een advocaat. Die onderzoekers zijn vervolgens aan de slag gegaan en hebben de klus in ongeveer anderhalf jaar geklaard. Het is uiteindelijk een onderzoek geworden waarmee €2,5 miljoen aan kosten gemoeid is geweest en waarvan de rekening is betaald door Fortis. Het onderzoeksverslag telt ongeveer 600 pagina's en kent vele tientallen interessante bijlagen, waaronder de notulen van *board meetings*. Dat is onderzoeksmateriaal dat de VEB in een gewoon getuigenverhoor natuurlijk nooit zo gemakkelijk had kunnen bemachtigen, en al helemaal niet zo mooi geordend en voorzien van conclusies.

Samengevat waren de onderzoekers van oordeel dat de keuze van Fortis om te participeren in het bod op ABN Amro zonder dat op dat moment zekerheid bestond over de definitieve financiering daarvan de toets der kritiek, in het licht van de toenmalige marktomstandigheden, kan doorstaan. Hetzelfde geldt voor de keuze om geen beroep te doen op een bepaling in het biedingsbericht die het mogelijk maakte om bij materiële negatieve ontwikkelingen het bod op ABN Amro geen gestand te doen (en dus niet door te zetten), de zogeheten *material adverse change*-clausule. Wel hebben onderzoekers kritiek op het feit dat Fortis niet tijdig de risico's heeft onderkend die voortvloeien uit de voorwaarden die DNB stelde in verband met de integratie van ABN Amro en de voorwaarden die de Europese Commissie in het kader van het mededingingstoezicht verbond aan de toestemming voor de transactie, namelijk de verkoop van de Hollandsche Bank Unie (HBU) omdat Fortis anders een te dominante positie in de Nederlandse markt zou krijgen. Met betrekking tot de periode na de gestanddoening van het bod zijn onderzoekers van oordeel dat Fortis met betrekking tot het desinvesteringsbeleid onvoldoende effectief opereerde en onvoldoende vermogensbuffers heeft ingebouwd.

Het onderzoeksverslag kan op dit punt niet overtuigen. Om de overnamesom van €24 miljard te kunnen betalen, moesten door Fortis de nodige acties worden ondernomen. Fortis dacht daarbij niet alleen aan een omvangrijke aandelenemissie van €13,4 miljard, maar ook aan securitisatie van leningen (dat is het opknippen van leningen om die daarna als verhandelbaar effect in de markt te verkopen) en verkoop van bedrijfsonderdelen. Over de haalbaarheid van die plannen vermeldt het onderzoeksverslag ten onrechte niets. Het verslag gaat daar niet eens op in. Daar was wel alle reden voor, omdat de markt voor securitisaties medio 2007 door de kredietcrisis al op slot zat. Ook blijkt niet uit het onderzoeksverslag op de verkoop van welke bedrijfsonderdelen – behalve dan HBU – Fortis het oog had. Kortom, bij deze stand van zaken moet ervan worden uitgegaan dat Fortis met haar participatie in het bod op ABN Amro een onverantwoorde sprong in het duister gedaan heeft. Op het moment van de overname bestonden nog slechts betrekkelijk vage plannen omtrent de wijze waarop de overname financieel mogelijk zou worden gemaakt. De onderzoekers zijn – zoals eerder aangegeven – gelukkig wel kritisch als het gaat om de uitvoering van de plannen *na* de overname. De slotsom moet dan ook luiden dat Fortis zich met het slagen van het bod op ABN Amro de winnaar achtte, terwijl de werkelijke strijd toen juist begon. Die combinatie van zelfoverschatting en indolentie dient als 'wanbeleid' gekwalificeerd te worden.

Met betrekking tot het communicatiebeleid van Fortis zijn onderzoekers van oordeel dat de kennis binnen de top van Fortis van de wet- en regelgeving ter zake van de wettelijke verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken op een onvoldoende

niveau lag (art. 5:25i Wft). Uit het onderzoek was namelijk gebleken dat het communicatiebeleid van Fortis bij een lange reeks van gebeurtenissen ernstig tekort schoot. Zo werd negatieve bedrijfsinformatie lang achtergehouden, terwijl uitgevende instellingen – als gezegd – wettelijk verplicht zijn koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken. Ook werden optimistische berichten gepubliceerd waarvoor geen redelijke basis bestond. Ik durf de stelling zelfs aan dat in de periode van september 2007 tot september 2008 een zogeheten *false market* in het aandeel Fortis heeft bestaan met een daarbij behorende onzuivere koersvorming. Omdat het misleidende communicatiebeleid van Fortis reden is om een reeks van partijen aansprakelijk te stellen, zal ik daar zo dadelijk uitgebreider op ingaan.

Met betrekking tot de transacties met de Benelux-overheden – zeg maar de nationalisatie – hebben onderzoekers geen enkele grond voor kritiek op Fortis aangetroffen. Zij waarderen het optreden van het bestuur juist als positief. De VEB heeft daarom niet malse kritiek op dit deel van het onderzoeksverslag. In het verslag komt niet aan de orde dat het bestuur van Fortis door de Staat *at gunshot* gedwongen werd om in te stemmen met de nationalisatie. Als Fortis niet zou instemmen met de nationalisatie van zowel het bank- als het verzekeringsbedrijf zou één of meer stille curatoren – één van de meest ingrijpende toezichtsinstrumenten – worden benoemd door DNB. Dat zou *de facto* een zeker einde van het gezonde voortbestaan van Fortis betekenen. Op het onderdeel van de door de Staat op Fortis uitgeoefende druk bevat het onderzoeksverslag dan ook een ernstige lacune. Met het oordeel van onderzoekers dat het bestuur van Fortis in voldoende mate invloed heeft kunnen uitoefenen op het verloop van de onderhandelingen met de Staat bij gelegenheid van de nationalisatie kan de VEB zich dan ook niet verenigen.

Met het neerleggen van het onderzoeksverslag bij de griffie van de Ondernemingskamer vangt de volgende fase van de enquêteprocedure aan. Aan de Ondernemingskamer kan worden verzocht om op basis van de bevindingen uit het onderzoeksverslag “wanbeleid” vast te stellen en definitieve voorzieningen te treffen (art. 2:355 lid 1 BW). Ook in deze zaak hebben wij dat inmiddels voor de VEB gedaan. Uiteraard hebben wij de Ondernemingskamer verzocht om zo specifiek mogelijk aan te geven waarin het wanbeleid precies schuilt, zodat wij daarmee in vervolprocedures ons voordeel kunnen doen. In die zin is de enquêteprocedure een ‘opstapje’ voor een aansprakelijkheidsprocedure, maar ook niet meer dan dat. Met de vaststelling door de Ondernemingskamer dat sprake is van wanbeleid van Fortis is nog niet vastgesteld of en in hoeverre dit wanbeleid aan iedere individuele bestuurder kan worden verweten en of deze daarvoor aansprakelijk kan worden gesteld. Zelfs de door de Ondernemingskamer vastgestelde feiten staan in een aansprakelijkheidsprocedure niet op voorhand vast. Heeft die enquêteprocedure dan geen enkele betekenis voor een aansprakelijkheidsprocedure? Toch wel. Volgens de Hoge Raad (*JOR* 2005/119 (Laurus)) geldt:

“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.”

Mag ik deze rechtsoverweging voor de sportliefhebbers onder u zo vertalen: de tussenstand van de wedstrijd tussen VEB en Fortis zal *na* afronding van de tweede fase vermoedelijk 1 – 0 zijn?

In de tweede fase van de enquêteprocedure heeft de VEB om één definitieve voorziening verzocht en dat is de vernietiging van een dechargebesluit. In de jaarvergadering van 2008 is namelijk aan de leden van het bestuur decharge verleend voor het in 2007 gevoerde beleid. Met een dergelijk besluit worden bestuurders door de algemene vergadering van aansprakelijkheid voor het gevoerde beleid ontheven en die ontheffing wordt door vernietiging van dat besluit ongedaan gemaakt.

4. Aansprakelijkheid van de Staat voor de nationalisatie

Een enkel woord over de aansprakelijkheid van de Staat in verband met de nationalisatie van het Nederlandse smaldeel van Fortis. Die transactie vond plaats op 3 oktober 2008. De Staat verwierf daarbij voor een koopsom van €16,8 miljard het bank- en verzekeringsbedrijf van Fortis in Nederland. Volgens de VEB ging Fortis die transactie niet vrijwillig aan, maar werd zij daartoe genoopt.

Uiteraard komen de omstandigheden waardoor Fortis in financieel zwaar weer geraakt is en uiteindelijk genoopt werd tot een onvoordelige transactie slechts zeer ten dele voor rekening van de Staat. Die omstandigheden werden in hoofdzaak veroorzaakt door de internationale kredietcrisis en het feit dat Fortis daarvoor zeer kwetsbaar was in verband met de kostbare overname van een gedeelte van ABN Amro. De stelling van de VEB luidt in dit geval echter dat de Staat van de noodtoestand waarin Fortis zich bevond misbruik heeft gemaakt (art. 3:44 lid 4 BW). De Staat heeft namelijk niet alleen de aandelen in het bankbedrijf verworven, maar heeft zich ook de aandelen in het verzekeringsbedrijf toegeëigend. Daarvoor was geen enkele reden, want de problemen waarmee Fortis in september/oktober 2008 kampte betroffen in het geheel niet dat verzekeringsbedrijf. Het betrekken van de verzekeringsactiviteiten in de transactie was zelf reeds een voorwaarde die de Staat niet van Fortis had mogen bedingen. In Asser-Hartkamp II wordt het volgende voorbeeld gegeven. Wie een dorstende in de woestijn water geeft op voorwaarde dat de dorstende zijn huis verkoopt maakt misbruik van omstandigheden, ook al zou die verkoop tegen taxatiewaarde geschieden. Bovendien heeft de Staat voor het bankgedeelte een te lage koopprijs voldaan. Bij de nationalisatie beschouwde de Staat Fortis niet langer meer als onderhandelingspartner en de CEO van Fortis werd door Wouter Bos op het uur U simpelweg weggestuurd. Zoals Fortis heeft erkend in de enquêteprocedure was het bestuur slechts “bij vlagen” bij de gesprekken betrokken. Gelet op al het voorgaande heeft de Staat *jegens Fortis* onrechtmatig gehandeld.

Het onrechtmatig optreden van de Staat jegens Fortis is tevens onrechtmatig *jegens de toenmalige aandeelhouders van Fortis*. Volgens art. 2:107a BW vergde de transactie van 3 oktober 2008 immers de instemming van de algemene vergadering van Fortis, nu die transactie een belangrijke verandering teweeg bracht in de identiteit en het karakter van de door Fortis gedreven onderneming. Door Fortis te nopen in strijd met dit wettelijk voorschrift een transactie aan te gaan, heeft de Staat jegens de aandeelhouders een specifieke zorgvuldigheidsnorm geschonden en dus onrechtmatig gehandeld.

Bij gelegenheid van de enquêteprocedure is door de Staat, die daarin als belanghebbende was verschenen, betoogd dat art. 2:107a BW niet van toepassing zou zijn omdat de toepassing van die bepaling naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid niet gevegd kon worden (art. 2:8

lid 2 BW). De nationalisatie zou zo spoedeisend zijn geweest, dat het beleggen van een algemene vergadering niet tot de mogelijkheden behoorde, aldus de Staat. Om twee redenen dient dat standpunt verworpen te worden.

Ten eerste blijkt uit de wetsgeschiedenis dat de wetgever uitdrukkelijk onder ogen heeft gezien dat besluiten zoals bedoeld in art. 2:107a BW een spoedeisend karakter kunnen hebben. In een dergelijk geval dient het bestuur te opteren voor een transactie onder voorbehoud van toestemming van de aandeelhouders. *Ten tweede* dient het beroep op art. 2:8 lid 2 BW te sneuvelen, omdat het wordt ingeroepen ter verdediging van een besluit tot een transactie die hoogst onredelijk en onbillijk is jegens Fortis en (dus) jegens al haar organen. Niet betoogd kan worden dat maatstaven van redelijkheid en billijkheid kunnen vergen dat een transactie die door misbruik van omstandigheden tot stand is gekomen niet ter goedkeuring aan de algemene vergadering wordt voorgelegd.

Wij zullen het oordeel van de rechtbank Amsterdam over deze schadevergoedingsvordering moeten afwachten. De pleidooien staan voor 29 november a.s. geagendeerd.

5. Aansprakelijkheid van Fortis, de bestuurders en de banken die Fortis bij de emissie hebben begeleid

Tot besluit heb ik nog een derde procedure voor u in petto. Op mijn kantoor leggen wij nu de laatste hand aan een dagvaarding waarvan het petitum ertoe strekt de door de aandeelhouders als gevolg van diverse misleidende mededelingen geleden schade op een aantal partijen te verhalen. Onze stelling luidt dat deze aandeelhouders, vertrouwend op de juistheid van een reeks van mededelingen, aandelen Fortis hebben gekocht die ze anders niet of in elk geval tegen een aanmerkelijk lagere beurskoers zouden hebben gekocht. Ik licht twee van de misleidende mededelingen eruit voor u.

In de eerste plaats gaat het dan om de onjuiste en/of onvolledige informatie in het emissieprospectus van 20 september 2007 met betrekking tot de blootstelling van Fortis aan de zogeheten *subprime* crisis. Het prospectus is een vuistdik document, dat is opgesteld in verband met een aandelenemissie voor een bedrag van €13,4 miljard. Die emissieopbrengst was bestemd voor de financiering van een deel van de overnamesom van ABN Amro van €24 miljard. Volgens de Wet op het financieel toezicht moet een dergelijk emissieprospectus *alle* informatie bevatten die relevant kan zijn voor beleggers. Immers, op basis van dit prospectus dienen beleggers een goed geïnformeerde en weloverwogen beleggingsbeslissing te kunnen nemen.

Waar ging het mis in het emissieprospectus? De grote *issue* die medio 2007 in het bankwezen speelde, was in welke mate financiële instellingen belegd hadden in *subprime* hypotheek. Ons mondiale financiële systeem is namelijk zo ingewikkeld geworden dat relatief arme families in Amerikaanse staten van Alabama tot Virginia hun huis hadden kunnen kopen of er een nieuwe hypotheek op hadden kunnen nemen met dikwijls complexe leningen die – zonder dat zij dat wisten – vervolgens met andere soortgelijke leningen als *collateralized debt obligations* (CDOs) tot nieuwe pakketten werden gebundeld. Die CDOs werden vervolgens door *investment banks* verkocht, ook in Europa aan allerlei banken, gemeentelijke overheden en zelfs particulieren. De CDOs werden zo opgedeeld dat men kon stellen dat een bundeling van de rentebetalingen van de oorspronkelijke leningnemers een even betrouwbare bron van inkomsten was als de rente over een 10-jaar lopend Amerikaans schatkistcertificaat en derhalve in aanmerking kwam voor een hoge kredietbeoordeling, een *rating*. U moet van mij

aannemen dat dit tovenaarskunst is waar zelfs Harry Potter niet tegenop kan. Toen na een eerste kennismakingsperiode de rentepercentages van de hypotheek omhoog gingen, bleven de leningnemers in gebreke met betaling en begon de uitwinning van de zekerheden. De zeepbel van de Amerikaanse onroerendgoedmarkt spatte daarop uiteen, hetgeen leidde tot een scherpe daling van de huizenprijzen. Wat daarop volgde, was een verwoestende kettingreactie die niet zonder gevolgen kon blijven voor de waarde van de daaraan gerelateerde beleggingen: de *subprime* beleggingen.

Verwacht mocht worden dat het prospectus aan deze *issue* – de blootstelling van Fortis aan subprime hypotheek – aandacht zou besteden. Het prospectus vermeldde op p. 212 daarover het volgende:

“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.**”

Uit deze alinea blijkt dat Fortis voor een tekst heeft gekozen waaruit naar voren komt dat er eigenlijk geen vuiltje aan de lucht was. Fortis bedient zich zelfs van een uitgesproken wervende kopregel boven deze paragraaf: *Update on Fortis’s well-managed risk exposure*. Daarbij heeft Fortis ook gesteld dat er sprake was van slechts enige blootstelling (*some exposure*) aan de Amerikaanse hypotheekmarkt en dat de gevolgen van de kredietcrisis voor het bedrijfsresultaat van 2007 *non-material* zouden zijn. In de laatste zin staat dat het verlies bij een verergering van de situatie met 20% beperkt zou blijven tot een bedrag van ca. €20 miljoen.

In werkelijkheid hield Fortis toen zelf reeds rekening met verliezen in de orde van grootte van €350 tot €400 miljoen, terwijl de uiteindelijke verliezen op deze beleggingen substantieel meer waren en vermoedelijk meer dan €1 miljard bedroegen. In het emissieprospectus werd bovendien verzwegen dat Fortis de waarderingmethodiek van de door haar gehouden *subprime* beleggingen heeft moeten aanpassen. Fortis waardeerde die beleggingen in het verleden op marktwaarde (wij noemen dat *mark to market*), maar in september 2007 bestond er voor dergelijke activa geen markt meer, omdat er geen partij meer was die dergelijke beleggingen nog wilde hebben. Fortis is daarom noodgedwongen overgestapt van een waardering op marktwaarde naar een zuivere theoretische waardering (*mark to model*). De wetenschap dat het hier ging om activa met een totale (maar dus slechts theoretische) balanswaarde van €8,7 miljard is eveneens aan beleggers onthouden. Had Fortis beleggers maar op een andere wijze gewaarschuwd voor deze *toxic assets*...



In de tweede plaats noem ik als voorbeeld van misleidende mededelingen een reeks van geruststellende mededelingen die in de eerste helft van 2008 openbaar zijn gemaakt door Fortis. Achteraf blijkt dat deze mededelingen haaks stonden op hetgeen Fortis intern al wist. Zo vermeldt het onderzoeksverslag dat “zich vanaf de maand mei 2008 een trend aftekent waar Fortis geruststellende uitspraken blijft doen aangaande de solvabiliteit, terwijl interne informatie dienaangaande steeds nijpender wordt”. Te noemen zijn meer concreet bijvoorbeeld uitlatingen van de CEO Votron en de *Chairman* graaf Lippens dat de solvabiliteitssituatie “gezond” en “sterk” was. Medegedeeld werd dat Fortis niet van plan was om het dividend te schrappen of een nieuwe aandelenemissie te doen, wat uiteindelijk wel allemaal is gebeurd.

Het enkele feit dat de VEB in een dagvaarding stelt dat op deze punten misleidende mededelingen door Fortis openbaar zijn gemaakt, schept uiteraard nog geen civielrechtelijke aansprakelijkheid. Daarvoor is vereist dat aan een aantal aanvullende voorwaarden wordt voldaan. Te noemen zijn:

Onrechtmatigheid

Hier spelen twee vragen. *Ten eerste* de vraag of elke onvolkomenheid – een omissie of een onjuistheid – in een emissieprospectus al leidt tot aansprakelijkheid. Het gaat hier dus om de materialiteit van de misleiding. Ter beantwoording van die vraag heeft de Hoge Raad in zijn arrest inzake WorldOnline (*JOR* 2010/43) het oordeel van de maatman-belegger als maatstaf geïntroduceerd. Daaronder wordt het oordeel verstaan van:

“(…) een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger tot wie de mededeling zich richt of die zij bereikt”.

De Hoge Raad vervolgt dan:

“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.”

Ten tweede speelt hier natuurlijk de vraag op wie de bewijslast rust. Is het aan de VEB om te stellen en bij gemotiveerde betwisting te bewijzen dat hetgeen zij stelt over de misleidende

mededelingen in het emissieprospectus juist is of moet de bewijslast dat de mededelingen wel juist en volledig zijn gelegd worden op Fortis of de banken die het prospectus hebben opgesteld? De wettelijke regeling van misleidende reclame kent een omkering van de bewijslast. Degene die inhoud en inkleding van het prospectus heeft bepaald, zal dienen te bewijzen dat de mededelingen in het emissieprospectus juist en volledig zijn (art. 6:195 lid 1 BW). Uit een oogpunt van consumentenbescherming is die omkering van de bewijslast reëel en fair te noemen.

Causaliteit

Hoe moet een belegger bewijzen dat er een causaal verband bestaat tussen de misleidende mededeling en de schade die is geleden? Dat zal geen sinecure zijn, omdat beleggers zich bij het nemen van een beleggingsbeslissing veelal laten leiden door een reeks van factoren. Bovendien valt niet goed aan te tonen dat een belegger daadwerkelijk kennis heeft genomen van de misleidende mededeling, in dit geval de passage in het prospectus over de *subprime* hypotheek. De Hoge Raad schiet ook hier de beleggers te hulp. De Hoge Raad neemt het bestaan van een *condicio sine qua non*-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing tot uitgangspunt.

“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.”

In concrete gevallen kan dit vermoeden evenwel weerlegd worden. Te denken valt aan een beleggingsbeslissing die al genomen is *voordat* de misleidende mededeling openbaar werd gemaakt of een beleggingsbeslissing van een professionele belegger waarvan verwacht mag worden dat hij meer op zijn tellen past.

Schade

Dan ten slotte het vereiste dat schade door de Fortis-aandeelhouders geleden moet zijn. De moeilijkheid die hier speelt is dat er een koersdaling heeft plaatsgevonden die zowel door externe factoren als door het bekend worden van de misleiding kan zijn veroorzaakt. Alleen die laatste schade komt voor vergoeding in aanmerking.

Collectieve actie

VEB zal niet een procedure tegen Fortis beginnen tezamen met tienduizenden beleggers als eisers. Dat zou veel te bewerkelijk zijn. De VEB pleegt dit soort procedures te voeren in de vorm van een *class action*, zoals geregeld in art. 3:305a BW. In een dergelijke procedure staat uitsluitend ter beoordeling of het gedrag van Fortis en de banken bij de openbaarmaking van het emissieprospectus onrechtmatig is geweest. Bij de beantwoording van die vraag kan geabstraheerd worden van de bijzondere omstandigheden aan de zijde van individuele beleggers. Die omstandigheden, zoals schade(omvang), casusaal verband en eigen schuld, zijn pas later in vervolgpcedures relevant. Gewoonlijk wordt echter na de vaststelling van de aansprakelijkheid *in abstracto* onderhandelingen gevoerd die tot een schikking kunnen leiden. Die schikking kan dan vervolgens door middel van de Wet collectieve afwikkeling massaschade verbindend verklaard worden voor alle beleggers (art. 7:907 e.v. BW).

6. Uitleiding

Met een brede penseel heb ik u een aantal contouren geschetst van de rechtszaken die wij bij Spigthoff ten behoeve van de VEB en haar achterban in de Fortis-affaire aan het voeren zijn. Die rechtszaken zijn nodig, omdat niet blind vertrouwd kan en mag worden op het overheidstoezicht op de financiële sector. De advocatuur en de rechterlijke macht spelen een minstens zo belangrijke rol in deze. Ik heb u met mijn lezing hopelijk ook duidelijk gemaakt dat al wat u hier aan deze fraaie Groningse universiteit leert geen *l'art pour l'art* is. Veel van de procedures en leerstukken die ik heb genoemd, zullen hopelijk reeds nu of binnenkort gesneden koek voor u zijn. Is dat eenmaal het geval, dan is er eigenlijk niets mooiers meer dan een *gladiator* in de arena van het recht te worden. Ik dank u voor uw aandacht.