

JOR 2015/71 Gerechtshof Amsterdam, 11-11-2014, 200.090.417, [ECLI:NL:GHARL:2014:8609](#)  
Vertrouwelijkheid informatie overnamebod Jumbo niet langer gewaarborgd, Marktontwikkeling wijkt af van gebruikelijke patronen zonder plausibele alternatieve verklaring, Onrechtmatig handelen SdB jegens beleggers, Door VEB gevorderde verklaringen voor recht zijn in het kader van collectieve actie niet toewijsbaar, Vervolg op Rb. Utrecht 30 maart 2011, «JOR» 2011/191, m.nt. Stevens en Hof Amsterdam nzp Arnhem 10 juli 2012, «JOR» 2015/70, m.nt. Hoff

» **Noot**

1. In dit eindarrest verklaart het Hof Amsterdam (nevenzittingsplaats Arnhem) – in vervolg op zijn tussenarresten van 10 juli 2012, «JOR» 2015/70 en 16 april 2013 (niet gepubliceerd) – voor recht: (i) dat SdB de informatie over het overnamebod van Jumbo uiterlijk vóór beursopening op 10 september 2009 openbaar had moeten maken en door dit niet te doen in strijd heeft gehandeld met art. 5:25i lid 2 Wft en (ii) dat SdB *daarmee* onrechtmatig gehandeld heeft jegens haar aandeelhouders die op grond van onvolledige informatie hun aandelen SdB in de periode van 10 september tot en met 17 september 2009 hebben verkocht. Met dit tweeledige declaratoir bevestigt het hof dat met de vaststelling dat de uitgevende instelling in strijd heeft gehandeld met de voor haar geldende wettelijke verplichting om KGI onverwijld door middel van een persbericht openbaar te maken (art. 5:25i lid 2 jo. art. 5:53 lid 1 Wft) *ipso facto* gegeven is dat zij onrechtmatig heeft gehandeld. De geschonden wettelijke norm – in dit geval een wettelijk gebod – is rechtstreeks tot de uitgevende instelling gericht. In het geval van overtreding van de openbaarmakingsplicht van KGI is dan ook sprake van een doen of nalaten in strijd met een wettelijke plicht (art. 6:162 lid 2 BW).

2. Het hof komt hiertoe na een uitvoerige bespreking van diverse deskundigenrapporten. Enerzijds gaat het om rapporten die door de twee door het hof benoemde deskundigen zijn uitgebracht, anderzijds om een rapport dat door een door SdB aangezochte partijdeskundige is uitgebracht. Het is een gelukkige keuze geweest om in het arrest ruimhartig uit de deskundigenberichten te citeren. Beide door het hof benoemde deskundigen – elk vanuit zijn eigen discipline – zijn van oordeel dat in de periode van 4 tot en met 18 september 2009 sprake is geweest van een significante koers- en omzetontwikkeling van het aandeel SdB. Vanaf 7 september 2009 met een handelsomzet van 198.778 – en dat is de eerste handelsdag na de ontvangst door SdB van het bod van Jumbo op 4 september 2009 (met een handelsomzet van 41.234) – was sprake van aanzienlijk hogere handelsvolumes dan in de relevante periode daarvoor. Uitschieters waren te signaleren op 9 (omzet van 607.200) en 10 september 2009 (omzet van 865.239), waarna ook een koerssprong volgde van enkele procenten. Beide deskundigen vonden deze “abnormale ontwikkelingen” zonder meer betekenisvol. Beide deskundigen hebben een overtuigende andere verklaring dan dat sprake was van handel met voorwetenschap niet aanwezig geacht. Het hof neemt de conclusies van deze deskundigen over. Opgemerkt wordt dat het hof ook geruime aandacht besteedt aan het rapport van de partijdeskundige (r.o. 2.12 en 2.13).

3. Op basis van de deskundigenrapporten oordeelt het hof dat SdB na de handelsdag van 9 september 2009 tot de conclusie had moeten komen dat zij de vertrouwelijkheid van de informatie over het overnamebod van Jumbo – één van de drie voorwaarden verbonden aan de uitstelregeling (art. 5:25i lid 3 Wft) – niet meer kon waarborgen (r.o. 2.15). Op dat moment waren drie handelsdagen verstreken sinds de ontvangst van het overnamebod. Volgens het hof was op 9 september 2009 duidelijk sprake van een ontwikkeling die afweek van de gebruikelijke patronen, zonder dat daarvoor een plausibele alternatieve verklaring voorhanden was. Het hof oordeelt ten slotte dat daaraan niet afdoet dat op 9 september 2009 nog geen koersstijging zichtbaar was. Handel met voorwetenschap hoeft namelijk niet noodzakelijkerwijs een prijseffect te hebben.

4. VEB heeft gepoogd de in een collectieve actie gebruikelijke verklaringen voor recht nog iets verder aan te kleden. Zo heeft VEB (primair) gevorderd dat voor recht wordt verklaard dat SdB gehouden is de door gedupeerde aandeelhouders geleden schade te vergoeden en (subsidiar) dat voor recht wordt verklaard dat het

causaal verband tussen het onrechtmatig handelen van SdB en de schade van gedupeerde aandeelhouders vaststaat, behoudens tegenbewijs te leveren door SdB in de individuele vervolprocedures. Het hof wijst beide vorderingen af (r.o. 2.19).

5. Dat het hof de primaire vordering heeft afgewezen, zal na HR 13 oktober 2006, «JOR» 2006/296 (*Vie d'Or*) niet meer verrassend zijn. In r.o. 9.1.3 van zijn arrest overwoog de Hoge Raad namelijk: “Het hof heeft – niet onbegrijpelijk – geoordeeld dat de bedoelde rechtsvordering in wezen ertoe strekt de omvang van de schadevergoedingsverplichting jegens ieder van de individuele polishouders vast te stellen. Nu deze vaststelling niet kan geschieden zonder te treden in de vraag in welke mate, afhankelijk van de bijzondere omstandigheden van het geval, het ontstaan van die individuele schade aan het handelen van de accountants, de Verzekeringkamer en de actuaris kan worden toegerekend en in welke mate de aan dezen en mogelijk aan de individuele benadeelde toe te rekenen omstandigheden tot de schade hebben bijgedragen, verzet de strekking van art. 3:305a BW zich tegen de toewijzing van die vordering. De belangen die de rechtsvordering aldus beoogt te dienen laten zich, naar het hof niet onbegrijpelijk heeft overwogen, in dit geval in zodanig onvoldoende mate veralgemeniseren, dat zij niet gerekend kunnen worden tot de gelijksoortige belangen waarop art. 3:305a BW het oog heeft.” Dit betekent dat in hoeverre de schadevergoedingsplicht jegens afzonderlijke aandeelhouders SdB bestaat, zo nodig in individuele vervolprocedures moet worden bepaald.

6. Bij het voorgaande passen enkele relativerende kanttekeningen. In de aangehaalde rechtsoverweging ligt mijns inziens niet een principieel bezwaar besloten tegen een verklaring voor recht ter zake van aansprakelijkheid. Ook met betrekking tot een dergelijke verklaring geldt de hoofdregel van art. 3:305a BW, te weten dat een dergelijke vordering door de rechter beoordeeld moet kunnen worden zonder te treden in de individuele omstandigheden van de leden van de groep van personen in wier belang de vordering strekt. Kortom, als het mogelijk is aansprakelijkheid vast te stellen zonder in die individuele omstandigheden van de groepsleden te treden, dan kan daarover dus ook in een vordering op basis van art. 3:305a BW een uitspraak worden gedaan. De generieke afwijzing door het hof lijkt strijdig met het doel van die bepaling, namelijk het bieden van effectieve en efficiënte rechtsbescherming aan personen in wier belang de vordering wordt ingesteld (HR 28 maart 2014, «JOR» 2014/196, m.nt. De Haan (*VEB/Deloitte c.s.*), r.o. 3.4.1). Dat doel zou bij de uitleg van art. 3:305a BW leidend moeten zijn. Het is ook om die reden dat de wetgever anders dan het bepaalde in lid 3 van art. 3:305a BW verder geen beperkingen heeft willen stellen aan de aard van de in te stellen vorderingen. In het onderhavige geval waarin SdB heeft nagelaten tijdig het bod van Jumbo bekend te maken nadat niet langer een beroep kon worden gedaan op de uitstelregeling lijkt vrijwel niet zinnig te onderbouwen waarom de aansprakelijkheid van SdB afhankelijk zou zijn van de individuele omstandigheden van de leden van de groep waarop de verklaring voor recht doelt. Naar mag worden aangenomen, zal VEB daarop in de procedure hebben gewezen. Daar komt dan nog bij dat in een actie op basis van art. 3:305a BW een geringe mate van abstractie van de individuele omstandigheden van de leden van de groep in wier belang de actie strekt is toegelaten. Vgl. in dit verband Frenk in zijn noot onder HR 11 april 2006, «JA» 2006/40 (*Safe Haven*): “Het in art. 3:305a lid 1 BW neergelegde vereiste dat de ingestelde rechtsvordering dient te strekken tot bescherming van gelijksoortige belangen van de personen voor wie wordt opgekomen, is een vereiste dat niet meer dan de natuurlijke begrenzing aangeeft van de reikwijdte van het collectief actierecht. In een collectieve actie kunnen immers alleen die rechtsvragen beantwoord worden die gemeenschappelijk zijn voor de groep van personen waarvoor wordt opgekomen. De rechter dient echter geen rekening te houden met theoretisch niet ondenkbare bijzondere individuele omstandigheden. Het wezen van het collectief actierecht en de voordelen die het biedt zouden anders te gemakkelijk ondermijnd kunnen worden.” Ook om deze reden kan de voor de generieke afwijzing door het hof van de gevorderde verklaring voor recht gegeven motivering mij niet geheel overtuigen.

7. De subsidiaire vordering van VEB zou mijns inziens kans van slagen hebben gehad als deze qua reikwijdte beperkter was ingesteld. Dat licht ik als volgt toe. Toegesneden op de aansprakelijkheid van een uitgevende instelling in geval van niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van KGI kan het *condicio sine qua non*-

verband in twee schakels worden onderscheiden. Zie daarvoor ook het proefschrift van De Jong, *Schade door misleiding op de effectenmarkt*, Serie VHI, deel 103, p. 44-46. De *eerste* schakel ziet op het causaal verband tussen de als gevolg van de niet-naleving van de openbaarmakingsplicht veroorzaakte misleiding en de transactie(voorwaarden), ook wel genoemd de “transactiecausaliteit”. Vereist is (in dit geval) dat de verkoop van aandelen door aandeelhouders SdB zonder het onrechtmatig nalaten van SdB (te weten het verzwijgen van het positieve nieuws over het bod van Jumbo) tegen een gunstiger marktprijs tot stand zou zijn gekomen, dan wel in het geheel niet tegen de dan geldende marktprijs tot stand zou zijn gekomen. Ten aanzien van de bewijslevering van de eerste schakel van het csqn-verband wordt de eis gesteld dat dit verband op basis van de door de rechter als vaststaand aangenomen feiten met een redelijke mate van waarschijnlijkheid komt vast te staan. Volledige zekerheid is voor het bewijzen van csqn-verband niet vereist. Dat is ook reëel nu geen waarheidsvinding plaatsvindt naar feiten en gebeurtenissen die zich daadwerkelijk hebben voorgedaan, maar naar *veronderstelde* feiten en gebeurtenissen. Het gaat erom een beeld te krijgen wat de (verkopende) aandeelhouders SdB zouden hebben gedaan als het bod van Jumbo eerder door SdB bekend was gemaakt. De *tweede* schakel van het csqn-verband ziet op het causaal verband tussen enerzijds de misleiding (i.c. de niet-naleving van de openbaarmakingsplicht) en de daardoor tot stand gekomen transactie(voorwaarden) en anderzijds de door individuele aandeelhouders SdB te vorderen vermogensschade, die veelal hoofdzakelijk uit koersgerelateerde schade zal bestaan. Het bewijs van de *tweede* schakel vergt daarom maatwerk, toegesneden op de individuele omstandigheden van de leden van de groep. Het lijkt erop dat met de door VEB gevorderde verklaring voor recht over het causaal verband gepoogd is beide schakels te laten omvatten. Uitsluitend de *eerste* schakel lijkt zich voor een beoordeling te lenen in een collectieve actie zonder te hoeven treden in de individuele omstandigheden van de leden van de groep aandeelhouders in wier belang de vordering strekt. Daarom lijkt het mij ook mogelijk op grond van art. 3:305a BW een verklaring voor recht ten aanzien van de eerste schakel van het csqn-verband te vorderen. Maar dan had VEB haar vordering wel uitdrukkelijk tot die eerste schakel moeten beperken, hetgeen zij niet heeft gedaan.

8. Naar mijn oordeel zou een dergelijke vordering kansrijk moeten zijn. In mijn bijdrage aan *Aansprakelijkheid in de financiële sector*, Serie Onderneming & Recht, deel 78, p. 762 e.v. heb ik bepleit dat het door de Hoge Raad in de *World Online*-zaak geformuleerde uitgangspunt inzake de aanwezigheid van “transactiecausaliteit” bij prospectusaansprakelijkheid – nogmaals: de *eerste* schakel van het csqn-verband – naar analogie kan worden toegepast in geval van aansprakelijkheid van de uitgevende instelling voor niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van KGI. Zie HR 27 november 2009, «JOR» 2010/43, m.nt. Frielink. Reden daarvoor is dat de Hoge Raad transactiecausaliteit “tot uitgangspunt” heeft genomen met een onderbouwing die in andere gevallen evenzeer toepasbaar lijkt. Zo heeft de Hoge Raad aan de tot uitgangspunt genomen bewijsregel ten grondslag gelegd dat de Europese Prospectusrichtlijn (2003/71/EG) blijkens art. 6 lid 2 beoogt te verzekeren dat de nationale wetgeving van de lidstaten effectieve rechtsbescherming biedt in geval van aansprakelijkheid voor misleidende mededelingen in het prospectus. Eenzelfde beschermingsgedachte ligt aan art. 7 van de Transparantierichtlijn (2004/109/EG) ten grondslag. Hoewel onderkend moet worden dat de openbaarmakingsplicht van KGI zijn Europese grondslag kent in art. 6 van de Marktmissbruikrichtlijn (2003/6/EG) (en dus niet in de Transparantierichtlijn, waarin een uitgewerkte regeling is getroffen voor diverse periodieke informatieverplichtingen van uitgevende instellingen), houdt de wettelijke regeling van de publicatieplicht ten nauwste verband met de in de Transparantierichtlijn geregelde informatieverplichtingen. Verder kan erop worden gewezen dat in dit geval een rechtstreekse relatie bestaat tussen de inhoud van de gestelde normschending – de niet-naleving van de publicatieplicht van KGI – en het causaal verband. Die normschending houdt in dat de uitgevende instelling heeft nagelaten “informatie waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren” (en dat is de maatstaf waarmee de uitgevende instelling bij de naleving van de publicatieplicht rekening heeft te houden), (tijdig) openbaar te maken. Indien informatie aan die norm beantwoordt (zoals i.c. informatie over het bod van Jumbo op de onderneming van SdB) dan is het een verre van ondenkbeeldige situatie dat een aandeelhouder zijn aandelen SdB (nog) niet zou hebben verkocht als hij tevoren op de hoogte was geweest van

de ware stand van zaken bij SdB. Ook dit inhoudelijke argument pleit ervoor om de aanwezigheid van “transactiecausaliteit” als (bewijs)regel tot uitgangspunt te nemen. Een volgende keer doet VEB er wijs aan de verklaring voor recht dus uitsluitend te betrekken op de *eerste* schakel van het csqn-verband.

9. Cassatieberoep is tegen deze uitgebreid gemotiveerde uitspraak niet ingesteld. De rekening voor SdB kan daarom worden opgemaakt.

mr. G.T.J. Hoff, advocaat te Haarlem