

Bestuurdersaansprakelijkheid

Ondernemingsrecht 2016/19

Rechtbank Amsterdam 28 oktober 2015, nr. C/13/555974 / HA ZA 13-1827
m.nt. A.C.W. Pijls

JOR 2015/330
ECLI:NL:RBAMS:2014:7689
ECLI:NL:RBAMS:2015:7495

Het causaal verband bij (bestuurders)aansprakelijkheid voor misleidende financiële verslaggeving

Het hier te bespreken vonnis betreft de door de VEB ingestelde aansprakelijkheidsprocedure tegen de voormalig bestuurders van ICT-bedrijf Landis Group N.V. (hierna: 'Landis'). Het vonnis volgt op twee eerdere belangrijke uitspraken die zijn verschenen naar aanleiding van de ondergang van Landis. In 2011 stelde de Ondernemingskamer wanbeleid vast bij Landis op het gebied van (onder meer) de administratie en de externe verslaggeving, en in 2013 deed de Rechtbank Midden-Nederland uitspraak in een door de curatoren van Landis tegen de bestuurders en commissarissen ingestelde aansprakelijkheidsprocedure.¹ In mijn bespreking van het onderhavige vonnis zal ik me met name richten op de overwegingen van de rechtbank over het causaal verband.

1. Feiten

Kuiken en Bus (hierna: 'de bestuurders') waren tot 10 april 2002 bestuurders van Landis. Kuiken was bestuursvoorzitter (CEO) en Bus was financieel directeur (CFO). Vanaf 1998 was Landis genoteerd aan de Amsterdamse effectenbeurs. Landis is op 8 juli 2002 failliet verklaard.

In de door de curatoren ingestelde procedure heeft de Rechtbank Midden-Nederland de bestuurders en commissarissen van Landis veroordeeld tot (onder meer) voldoening aan de curatoren van het faillissementstekort. De rechtbank oordeelde dat het bestuur in de periode vanaf 23 april 1999 tot aan het faillissement niet heeft voldaan aan de boekhoudplicht van artikel 2:10 BW en dat de bestuurders aansprakelijk zijn op grond van artikel 2:138 lid 2 BW.² Daarnaast oordeelde zij dat de bestuurders op grond van artikel 2:9 BW aansprakelijk zijn voor de schade die Landis heeft geleden als gevolg van de in het vonnis vastgestelde tekortkomingen.³ De bestuurders zijn van dit vonnis in appel gegaan.

De eisende partijen in de onderhavige procedure zijn de VEB en de Stichting VEB-Actie Landis (hierna: 'de Stichting'). Beide rechtspersonen treden hierbij op als belangenbehartiger van de gedupeerde beleggers in aandelen Landis (hierna: 'de gedupeerde beleggers'). Verder behartigt de Stichting overeenkomstig haar statutaire doel de belangen van de gedupeerde beleggers die met de Stichting een deelnemingsovereenkomst hebben gesloten. Dit betreft een groep van ruim 2.000 gedupeerde beleggers die hun (mogelijke) vorderingen op de bestuurders aan de Stichting hebben gecedeerd.

2. Beslissing

2.1 Aansprakelijkheid voor misleidende financiële verslaggeving en misleidende publieke berichtgeving

De Rechtbank Midden-Nederland heeft in eerdergenoemd vonnis vastgesteld dat zowel de jaarrekeningen over 1999 en 2000, als het halfjaarbericht over het eerste halfjaar van 2001 misleidende gegevens bevatte.⁴ Ook heeft de Rechtbank Midden-Nederland vastgesteld dat op grond van de omvang en veelheid van de correcties sprake was van een patroon van manipulatie met cijfers en verhulling van de werkelijkheid.⁵ De rechtbank spreekt in dit verband van 'doelbewuste manipulatie'. In de onderhavige procedure gaat de rechtbank van al deze vaststellingen in het vonnis van de Rechtbank Midden-Nederland uit.⁶ Op grond hiervan oordeelt zij dat door de jaarrekeningen en jaarverslagen over de jaren 1999 en 2000 en het halfjaarbericht 2001 een misleidende voorstelling van de toestand van de vennootschap is gegeven, en dat de bestuurders derhalve op grond van artikel 2:139 BW jegens de gedupeerde beleggers aansprakelijk zijn voor de schade die zij dientengevolge hebben geleden.⁷

Verder noemt de rechtbank nog een viertal andere mededelingen van Landis waarvan de Rechtbank Midden-Nederland heeft vastgesteld dat die misleidend waren.⁸ In het onderhavige vonnis acht de rechtbank echter slechts twee van de vier mededelingen misleidend.⁹ Van beide mededelingen kan de bestuurders een persoonlijk ernstig verwijt worden gemaakt, en dat betekent dat de bestuurders voor beide mededelingen op grond van artikel 6:162 BW aansprakelijk zijn, aldus – geparafraseerd – de rechtbank.¹⁰

2.2 Causaal verband tussen misleidende informatie en koersschade

Over het causaal verband tussen de misleidende (half)jaarcijfers en de misleidende uitlatingen in de media en de door

1 OK 15 december 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BU8414 (VEB c.s./Landis c.s.) resp. Rb. Midden-Nederland 19 juni 2013, ECLI:NL:RBMNE:2013:CA3225 (Van Andel en Dulack q.q./X c.s.).
2 Rb. Midden-Nederland 19 juni 2013, ECLI:NL:RBMNE:2013:CA3225 (Van Andel en Dulack q.q./X c.s.), r.o. 8.1.1-8.11.1.
3 R.o. 9.1.1-9.22.1.

4 Zie r.o. 4.2.1-4.2.3 van het onderhavige vonnis.

5 Zie r.o. 4.2.4 van het onderhavige vonnis.

6 R.o. 4.2.5.

7 R.o. 4.2.6.

8 Zie r.o. 4.3.

9 Zie r.o. 4.3.1-4.3.2.

10 R.o. 4.3.3.

de gedupeerde beleggers geleden schade, oordeelt de rechtbank als volgt:¹¹

“Door de bedrijfsresultaten in de financiële verslaglegging in drie opeenvolgende jaren stelselmatig beter te doen lijken dan zij in werkelijkheid waren en door onjuiste uitspraken daarover te doen in de media, is een wezenlijk scheve voorstelling gegeven van de toestand van Landis. Daarbij wordt mede in aanmerking genomen dat het niet gaat om verwaarloosbare onjuistheden in de financiële verslaglegging (...). Hierdoor is de buitenwacht, waaronder ook de “maatman-belegger” (...) dient te worden gerekend, misleid. De periodieke financiële verslaglegging van een beursgenoteerd bedrijf is mede bedoeld om het beleggend publiek (...) in de gelegenheid te stellen zich een afgewogen beeld te vormen van de winstgevendheid en toekomstkansen van dat bedrijf en zijn beleggingsbeslissing daarop te baseren, een en ander afgezet tegen onder meer de vigerende beurskoers. Door beleggers gedurende langere tijd een hogere winstgevendheid voor te spiegelen (...) is hen de kans ontnomen om een weloverwogen beleggingsbeslissing te nemen bij het kopen, verkopen of behouden van de aandelen Landis in de periode vanaf maart 2000.”

Naar aanleiding van het betoog van de VEB en de Stichting dat de koers van Landis vanaf de publicatie van de jaarrekening over 1999 in maart 2000 “onzuiver” is geweest en nadien kunstmatig hoog is gehouden door de misleidende informatie, overweegt de rechtbank vervolgens:¹²

“[De bestuurders] hebben niet concreet betwist dat de [misleidende mededelingen] van invloed zijn geweest op de beurskoers van Landis. Hun enkele verwijzing naar de “internetzeepbel” (...) is onvoldoende ter toelichting van hun betwisting van het [csqn-]verband (...). Ter comparitie heeft Kuiken naar voren gebracht dat het voorkomt dat voor aandelen van immer verlieslatende it-bedrijven hoge prijzen worden betaald. Voor zover hij daarmee heeft beoogd te betogen dat de winstgevendheid van Landis niet van invloed was op de beurskoers en dat deze door andere invloeden is opgestuwd, geldt dat hij daartoe onvoldoende concrete feiten heeft gesteld. (...) Nu [de bestuurders] niet concreet hebben bestreden dat de onjuiste informatie (...) enige invloed op de beurskoers heeft gehad, is de mogelijkheid dat beleggers daardoor schade hebben geleden voldoende aannemelijk. Het [csqn-]verband (...) is daarmee gegeven. *Of de gedupeerde beleggers bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen daadwerkelijk zijn afgegaan op de (half) jaarcijfers is voor het vaststellen van de aansprakelijkheid dan ook niet relevant.* De vraag in hoeverre de gestelde schade kan worden toegerekend aan de misleidende [informatie] (als bedoeld in artikel 6:98 BW), kan (...) in de schadestaatprocedure en/of door gedupeerde beleggers

te entameren andere procedures aan de orde komen.” (toevoegingen en curs. ACWP)

Op grond van het voorgaande verklaart de rechtbank daarna voor recht dat ‘het [csqn-]verband aanwezig is tussen het onrechtmatig handelen van [de bestuurders] (...) en daardoor door gedupeerde beleggers geleden koersschade’.¹³ Ook veroordeelt zij de bestuurders ‘hoofdelijk tot vergoeding van de schade aan de Stichting die de gedupeerde beleggers (die hun vordering aan de Stichting hebben gecedeerd) hebben geleden als gevolg van het onrechtmatig handelen van [de bestuurders]’.¹⁴

3. Commentaar

3.1 Het meest opzienbarende oordeel van dit vonnis is wat mij betreft gelegen in de (hierboven gecursiveerde) overweging dat voor het vaststellen van de aansprakelijkheid niet relevant is ‘of de gedupeerde beleggers bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen daadwerkelijk zijn afgegaan op de (half)jaarcijfers’. Voor zover de rechtbank hiermee bedoelt te zeggen dat voor het aannemen van het rechtens vereiste causaal verband niet is vereist dat de beleggingsbeslissing van de belegger (direct of indirect) door de misleidende informatie is beïnvloed, valt daar het nodige over te zeggen. Zo vind ik zonder meer opvallend dat de rechtbank in dit verband geen onderscheid maakt tussen enerzijds de beleggers die zich op het standpunt stellen dat zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht, en anderzijds de beleggers die stellen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*. Op eerstgenoemde beleggers is de overweging mijns inziens in beginsel niet van toepassing, althans op deze beleggers zou de overweging in beginsel niet van toepassing moeten zijn. Voor deze beleggers is in beginsel immers wel degelijk relevant of voorafgaand aan de aankoop van het litigieuze aandeel hun beleggingsbeslissing (direct of indirect) door de misleidende informatie is beïnvloed. Maar ook voor de beleggers die stellen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het aandeel zouden hebben gekocht, maar dan tegen een gunstigere prijs, is het een frappante overweging. Weliswaar is het oordeel dat voor hen niet relevant is of zij (direct of indirect) op de misleidende informatie zijn afgegaan in lijn met het bekende Veenkoloniale Bank-arrest¹⁵ van de Hoge Raad uit 1931, maar het gaat verder dan het oordeel van de Hoge Raad in het veel recentere World Online-arrest.^{16,17} In laatstgenoemd arrest lijkt de Hoge Raad namelijk te oorde-

¹³ Zie r.o. 4.6 en 5.3.

¹⁴ Zie r.o. 4.6 en 5.4.

¹⁵ HR 11 december 1931, NJ 1932/161, m.nt. P. Scholten (*Aeilkema/Veenkoloniale Bank*).

¹⁶ HR 27 november 2009, NJ 2014/201, m.nt. C.E. du Perron, *Ondernemingsrecht* 2010/21, m.nt. H.M. Vletter-van Dort (*VEB e.a./World Online e.a.*), r.o. 4.11.1-4.11.2.

¹⁷ Anders Verboom in haar *JOR*-noot (sub 9 en sub 14) bij dit vonnis (*JOR* 2015/330). Verboom stelt zich mijns inziens ten onrechte op het standpunt dat de benadering van de rechtbank ten aanzien van het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing dezelfde is als de benadering van de Hoge Raad in het World Online-arrest.

¹¹ R.o. 4.4.

¹² R.o. 4.5.

len dat voor het aannemen van causaal verband altijd – dus niet alleen voor de eerste groep beleggers, maar ook voor de tweede groep beleggers – is vereist dat de beleggingsbeslissing door de misleidende informatie is beïnvloed.¹⁸ Iets anders is dat de Hoge Raad voor deze schakel van het causaal verband een vermoeden introduceert.¹⁹ Dit vermoeden laat namelijk onverlet dat wanneer in een individueel geval komt vast te staan dat de beleggingsbeslissing van een bepaalde belegger niet door de misleidende informatie is beïnvloed, voor deze belegger geen causaal verband kan worden aangenomen en de aansprakelijkheid jegens hem (derhalve) wordt afgewezen.

3.2 Een tweede interessant aspect van dit vonnis is het gemak waarmee de rechtbank het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) aanneemt tussen enerzijds de misleidende informatie en anderzijds de invloed daarvan op de koers. In andere misleidingszaken kan dit causaal verband voor beleggers een nogal lastig te nemen hinderis zijn. Dit gemak heeft volgens mij alles te maken met de specifieke feiten en omstandigheden van deze zaak en de wijze waarop door de procespartijen is geprocedeerd. In het licht van de door de rechtbank vastgestelde omvang van de misleiding, en in het licht van het patroon dat bestond om stelselmatig de cijfers te manipuleren en (aldus) het beleggende publiek bewust te misleiden, hebben de bestuurders simpelweg onvoldoende concrete feiten en omstandigheden gesteld om de koersinvloed van de misleidende informatie te betwisten. De ogenschijnlijk soepele wijze waarop het causaal verband tussen de misleidende informatie en de door de beleggers gestelde koersinflatie in dit geval wordt aangenomen, mag mijns inziens niet verhullen dat de rechtbank hier gewoon (de hoofdregel van) artikel 150 Rv toepast, op grond waarvan het aan de eisende beleggers is om te stellen en – bij voldoende gemotiveerde betwisting – te bewijzen dat de misleidende informatie de koers daadwerkelijk heeft beïnvloed.²⁰ Ik zou, anders dan Verboom, uit dit vonnis dan ook niet de ‘stelregel’ willen afleiden dat – in algemene zin – misleidende verslaggeving wordt geacht van invloed te zijn op de koers, en dat de aansprakelijk gestelde partij(en) dan als eerste aan zet is (zijn) om deze koersinvloed te ontkrachten.²¹

3.3 De laatste kwestie die ik wil bespreken is de (hoofdelijke) veroordeling van de bestuurders tot vergoeding van de schade die de gedupeerde beleggers (die hun vordering aan de Stichting hebben gecedeerd) als gevolg van het onrechtmatig handelen van de bestuurders hebben geleden (zie r.o. 4.6 en 5.4). Het is opmerkelijk dat deze vordering wordt toegewezen, zonder dat in de procedure enige infor-

matie naar voren is gebracht over welke beleggers de Stichting precies vertegenwoordigt (anders dan dat zij ten tijde van het faillissement van Landis (voormalig) aandeelhouder waren), over wat de beleggingshistorie van deze beleggers is en/of welke beleggingsbeslissingen zij hebben genomen, en zonder dat duidelijk is op welke wijze deze beleggers hun vordering tot schadevergoeding precies inkleden. Dat heeft de rechtbank er kennelijk niet van weerhouden de zojuist genoemde (hoofdelijke) veroordeling tot aansprakelijkheid nogal ongeclausuleerd te formuleren.²² Daarmee lijkt met dit vonnis ook reeds de aansprakelijkheid zijn komen vast te staan jegens de beleggers die zich op het standpunt stellen dat zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht. Dat is frappant en merkwaardig tegelijk. Voor de aansprakelijkheid van de bestuurders jegens deze beleggers moet namelijk in de eerste plaats worden vastgesteld dat zij (direct of indirect) op de misleidende informatie zijn afgegaan, en hun beleggingsbeslissing aldus (direct of indirect) door de misleidende informatie is beïnvloed. Zoals gezegd ligt in het oordeel van de rechtbank mijns inziens ten onrechte besloten dat dit voor hen niet van belang zou zijn (zie hierboven sub a). Voor de aansprakelijkheid jegens de beleggers die stellen dat zij zonder de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht, moet in de tweede plaats worden vastgesteld dat zij bij afwezigheid van de misleiding daadwerkelijk van aankoop van het litigieuze aandeel zouden hebben afgezien. Dit laatste is niet zonder meer vanzelfsprekend. Bij juiste en volledige informatie zou het aandeel immers tegen een gunstigere prijs zijn verhandeld, en zou het in principe een ‘normaal’ aandeel zijn geweest met een marktconform risico-/rendementprofiel. De belegger zou in dat geval dus wellicht bereid zijn geweest het aandeel tegen deze lagere prijs te kopen.²³ Overigens is verdedigbaar om – zoals de Hoge Raad deed in het World Online-arrest bij prospectusaansprakelijkheid²⁴ – voor de zojuist genoemde causaliteitsschakels een vermoeden te hanteren. Uit de motivering van de rechtbank blijkt echter op geen enkele wijze dat zij zo’n vermoeden in haar oordeelsvorming heeft betrokken. Daar komt bij dat als men zo’n vermoeden wil hanteren, de aansprakelijk gestelde

18 Zie hierover uitgebreid en kraakhelder B.J. de Jong, *Schade door misleiding op de effectenmarkt* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2010, p. 154-164.

19 Over hoe het door de Hoge Raad in het World Online-arrest geformuleerde ‘uitgangspunt’ betreffende het causaal verband tussen de misleiding en beleggingsbeslissing in procesrechtelijke zin precies moet worden geduid, kan men van mening verschillen. Naar mijn oordeel gaat het hier om een zogenaamd ‘jurisprudentieel vermoeden’.

20 Zie over het bewijs van het causaal verband tussen de misleidende informatie en de invloed daarvan op de koers eveneens uitgebreid De Jong, t.a.p., p. 254-257, p. 273-275 en p. 286-287.

21 Zie Verboom in haar JOR-noot (sub 9 en sub 13) bij dit vonnis (JOR 2015/330).

22 Ik realiseer mij dat het nogal ongeclausuleerd toewijzen van deze vordering te maken kan hebben met de wijze waarop door de bestuurders verweer is gevoerd. Daar staat echter tegenover dat de rechtbank in r.o. 4.6 oordeelt dat de door de VEB en de Stichting gevorderde verklaringen voor recht ‘voor het overige (...) niet kunnen worden gegeven, omdat [zij] achterwege hebben gelaten de rechtbank enig inzicht te geven in de groep gedupeerde beleggers die zij vertegenwoordigen, de beleggingsbeslissingen die deze beleggers hebben genomen en de periode waarin zij die hebben genomen’ (toevoeging ACWP).

23 Ik ben het volgens mij dan ook niet geheel eens met Hoff die in zijn noot (sub 8) onder Hof Arnhem-Leeuwarden 11 november 2014, ECLI:NL:GHARL:2014:8609, JOR 2015/71, m.nt. G.T.J. Hoff voor de spiegelbeeldige situatie waarin de uitgevende instelling ten onrechte heeft nagelaten (tijdig) koersgevoelige (positieve) informatie openbaar te maken betoogt, dat ‘het een verre van ondenkbeeldige situatie [is] dat een aandeelhouder zijn aandelen (...) niet zou hebben verkocht als hij tevoren op de hoogte was geweest van de ware stand van zaken’ (curs. en toevoeging ACWP).

24 HR 27 november 2009, NJ 2014/201, m.nt. C.E. du Perron, *Ondernemingsrecht* 2010/21, m.nt. H.M. Vletter-van Dort (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1-4.11.2.

partij uiteraard altijd de gelegenheid moet krijgen om het in individuele gevallen te weerleggen.

Naast de zojuist genoemde causaliteitsschakels moet voor de aansprakelijkheid jegens de beleggers die stellen dat zij zonder de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht, in de derde plaats worden vastgesteld dat zij bij afwezigheid van de misleiding op een alternatief beleggingsobject een beter rendement zouden hebben behaald dan zij thans op het litigieuze aandeel hebben behaald. Ook dit is niet zonder meer vanzelfsprekend, als men bedenkt dat de misleiding plaatsvond in een periode waarin internetfondsen – wereldwijd – ‘over de kop gingen’, en de misleiding naar buiten kwam niet lang na het – eveneens wereldwijd – uiteenspatten van de internetzeepbel. Op dit punt moet aan de rechtbank worden toegegeven dat het vonnis partijen nog voldoende ruimte lijkt te laten om in de schadestaatprocedure of een andere vervolprocedure over deze kwestie het debat (verder) aan te gaan. Afhankelijk van het partijdebat zou de rechter in zo’n vervolprocedure in een individueel geval bijvoorbeeld tot de conclusie kunnen komen dat de desbetreffende belegger bij afwezigheid van de misleiding op een alternatief beleggingsobject een nóg slechter rendement zou hebben behaald, en derhalve geen schade heeft geleden. Dat in de onderhavige procedure reeds voor recht is verklaard dat het csqn-verband aanwezig is tussen het onrechtmatig handelen van de bestuurders en de door de gedupeerde beleggers geleden koersschade, en dat de bestuurders tevens al (hoofdelijk) zijn veroordeeld tot vergoeding van deze schade, staat hier mijns inziens niet aan in de weg.

A.C.W. Pijls