

Het Europese effectiviteitsbeginsel effectief omzeild?

Prof. mr. D. Busch

HR 30 september 2016, ECLI:NL:HR:2016:2213 (*Stichting FortisEffect e.a. / Staat der Nederlanden*)

Inleiding

Het Fortis-drama is genoegzaam bekend. Een danig verzwakt ABN AMRO valt in oktober 2007 ten prooi aan een internationaal bankentrio, bestaande uit de Belgisch-Nederlandse bank-verzekeraar Fortis, de Royal Bank of Scotland en het Spaanse Banco Santander. Tegen de achtergrond van de wereldwijde financiële crisis en het faillissement van Lehman Brothers op 15 september 2008 blijkt de overname voor Fortis al snel een te zware financiële last. Op 3 oktober 2008 worden onderdelen van de Fortis-groep noodgedwongen en langs nationale lijnen genationaliseerd. Hierdoor komt ABN AMRO in handen van de Nederlandse Staat. Wat volgt is een ware stortvloed aan juridische procedures in België en Nederland.¹

Een van de Nederlandse procedures is ingesteld door de Stichting FortisEffect e.a. Zij hebben een verklaring voor recht gevorderd dat Fortis en de Staat onrechtmatig hebben gehandeld door het verstrekken van onjuiste en misleidende informatie. Zij hebben tevens gevorderd Fortis en de Staat te veroordelen tot vergoeding van de daardoor veroorzaakte schade, op te maken bij staat. De rechtbank heeft de vorderingen afgewezen. Het hof heeft

het vonnis van de rechtbank ten aanzien van de Staat bekrachtigd. Ten aanzien van Fortis heeft het hof het vonnis vernietigd en – onder meer – voor recht verklaard dat Fortis onrechtmatig heeft gehandeld door in de periode 29 september 2008 tot en met 1 oktober 2008 te handelen in strijd met artikel 5:58 (verbod van marktmanipulatie) en artikel 5:59 (oud) (gebod tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie) van de Wet op het financieel toezicht (Wft).² In de onderhavige zaak is alleen de afwijzing van de vordering tegen de Staat aan de orde. Er was aanvankelijk ook cassatieberoep ingesteld tegen de toewijzing van de vordering tegen Fortis, maar voordat de Hoge Raad arrest kon wijzen is die zaak geschikt.³ De juridische strijd waarop in deze annotatie de schijnwerpers staan gericht, is dus geen procedure tegen Fortis, maar tegen de Staat der Nederlanden.

Het arrest van de Hoge Raad

‘3.1 (...)

(xxii) In een debat in de Tweede Kamer op donderdag 2 oktober 2008 heeft de minister onder meer de volgende uitlatingen gedaan:

1 Zie over de ondergang van ABN AMRO: J. Smit, *De Prooi. Blinde trots breekt ABN AMRO*, Amsterdam: Prometheus 2008. Zie ook het op dit boek gebaseerde toneelstuk en de driedelige tv-serie (beide gedramatiseerd). Zie over de ondergang van Fortis: P. Depuydt, *De kloof. Hoe de breuk tussen Belgen en Nederlanders Fortis fataal werd*, Amsterdam: Prometheus 2010. Zie voor een overzicht van juridische procedures in Nederland en België: *Jaarverslag Ageas 2015*, p. 209-212 (Fortis is later omgedoopt tot Ageas).

2 Art. 5:59 (oud) Wft is een verplichting die zich richt tot de uitgevende instelling, in dit geval

Fortis. De bepaling speelt dus geen rol in de procedure tegen de Staat der Nederlanden. Met de omzetting per 1 januari 2009 van de Transparantierichtlijn in hoofdstuk 5.1A (regels voor informatievoorziening door uitgevende instellingen) van de Wft is de openbaarmakingsplicht verplaatst van art. 5:59 Wft naar art. 5:25i Wft. Sinds 3 juli 2016 is zij terug te vinden in art. 17 van de Marktmissbruikverordening (zie voor de volledige benaming en vindplaats van de Marktmissbruikverordening voetnoot 5 hierna). Zie over de civielrechtelijke gevolgen van een schending van de openbaarmakingsplicht: G.T.J.

Hoff, ‘Aansprakelijkheid bij niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie’, in: D. Busch, C.J.M. Klaassen & T.M.C. Arons (red.), *Aansprakelijkheid in de financiële sector* (Serie Onderneming en Recht deel 78), Deventer: Kluwer 2013, p. 711-772.

3 Zie het persbericht van Ageas d.d. 14 maart 2016, beschikbaar via de volgende link: www.ageas.com/nl/persbericht/ageas-deminor-stichting-fortiseffect-sicaf-en-veb-bereiken-akkoord-voorschikking-van.

“Waarom de Luxemburgers het op hun manier hebben gedaan, weet ik niet. Dat zouden wij de Luxemburgers moeten vragen. Wij hebben ervoor gekozen om het op dezelfde manier te doen als de Belgen het hebben gedaan. Uiteindelijk komen alle manieren neer op 49% aandeel. Wij vonden dat een goede manier, omdat de agent die voor ons de schatkist beheert en de financiering doet, ons aangaf dat hij op deze manier de financiering tegen lage kosten voor elkaar kan brengen. Dat is de reden waarom wij het op deze manier hebben gedaan.”

“Verder heeft de heer Tang gevraagd hoe de prijs van 4 mld tot stand is gekomen. In de schriftelijke beantwoording is al aangegeven hoe dat qua proces is gegaan: (...) Op basis van de price-earnings ratio en meer van dat soort moois zijn inschattingen gemaakt van wat 49% waard zou moeten zijn. Verder is vergeleken met de manier waarop de waardering rondom de Belgische en de Luxemburgse participatie tot stand is gekomen, waarna partijen elkaar hebben kunnen vinden op een bedrag van 4 mld. Voor 49%.”

“Uiteindelijk moet je er met elkaar uitkomen, binnen het tijdsbestek dat je hebt. In die context denken wij dat wij met dit bedrag, de daarbij behorende zeggenschapsrechten en het feit dat ook de aandeelhouder daaraan een bijdrage levert, een goede deal hebben gesloten.”

(...)

Inleiding

3.3.1 Het gaat in deze zaak – kort gezegd – om de vraag of de Staat tegenover beleggers in Fortis aansprakelijk is op grond van de informatie die in de periode van zondagavond 28 september 2008 tot vrijdagavond 3 oktober 2008 is verspreid over de reddingsoperaties ten aanzien van Fortis. Het hof heeft deze vraag ontkennend beantwoord omdat naar zijn oordeel – kort gezegd – van de informatie die de Staat (de minister) in het kader van de reddingsoperaties heeft verspreid geen onjuist of misleidend signaal uitging en de Staat ook overigens niet onrechtmatig heeft gehandeld.

3.3.2 De klachten die het middel tegen het oordeel van het hof formuleert, hebben deels betrekking op de maatstaf die het hof heeft aangelegd en deels op de toepassing van die maatstaf. Zij zullen in het navolgende aan de hand van dat onderscheid worden besproken.

Maatstaf

3.4.1 Centraal in deze zaak staat het verbod in art. 5:58 lid 1, aanhef en onder d, Wft 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.”

Deze bepaling is onderdeel van de implementatie van de Richtlijn Marktmissbruik (2003/6/EG). Doelstellingen van deze richtlijn zijn volgens haar considerans (nr. 12) het waarborgen van de integriteit van de Europese financiële markten en het vergroten van het vertrouwen van de beleggers in deze markten.

3.4.2 Het hof heeft bij de toepassing van deze bepaling in rov. 4.2.5 vooropgesteld dat bij het beantwoorden van de vraag of van de uitlatingen van de Staat een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is, moet worden uitgegaan van de vermoedelijke verwachting van een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger tot wie de uitlating zich richt of die zij bereikt (hierna: de maatman-belegger). Deze maatstaf, die aansluit bij HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, NJ 2014/201 (World Online), wordt door het middel in algemene zin niet bestreden.

3.5.1 Onderdeel 2 van het middel betoogt dat bij de toepassing van art. 5:58 Wft voor de minister (de Staat) een strengere maatstaf moet gelden, althans dat het hof het belang heeft miskend van de om-

standigheid dat de minister handelde in het kader van zijn publieke taakvervulling.

3.5.2 Voor zover het onderdeel aanvoert dat voor de minister bij zijn publieke taakvervulling een strengere maatstaf moet gelden, gaat het uit van een onjuiste rechtsopvatting. De hoedanigheid waarin iemand informatie verspreidt, is een van de omstandigheden die moeten worden meegewogen bij de toetsing aan art. 5:58 Wft, maar leidt niet tot een verandering van de maatstaf zelf. Uit de overwegingen van het hof blijkt dat het heeft onderkend en meegewogen dat de onderhavige uitlatingen door of namens de minister werden gedaan. De klacht van het onderdeel dat het hof dit zou hebben miskend, mist daarom feitelijke grondslag.

3.6.1 Onderdeel 1 klaagt dat het hof eraan voorbij heeft gezien dat de vraag of de Staat aansprakelijk is voor de informatieverstrekking rond de reddingsoperaties niet alleen aan de hand van art. 5:58 Wft moet worden beantwoord. De Staat kan, mede in het licht van de algemene beginselen van behoorlijk bestuur, ook onafhankelijk van deze bepalingen onrechtmatig handelen door onjuiste of onvolledige informatie te verstrekken, aldus het onderdeel.

3.6.2 Ook deze klacht mist feitelijke grondslag. Het hof heeft in rov. 4.2.17 en 4.3–4.3.8 geoordeeld dat de Staat niet gehandeld heeft in strijd met de algemene beginselen van behoorlijk bestuur en ook overigens niet onrechtmatig heeft gehandeld. Het heeft daarbij in rov. 4.3.5 onder a het verwijt van FortisEffect c.s. betrokken dat de Staat onjuiste, onvolledige of misleidende informatie heeft verspreid, en heeft mede verwezen naar zijn oordeel in het kader van art. 5:58 Wft dat de Staat in dat opzicht geen verwijt te maken valt.

3.7 Anders dan onderdeel 1.1.3 tot uitgangspunt neemt, heeft het hof, door te onderzoeken of van de informatie die de Staat in het kader van de reddingsoperatie heeft verspreid een misleidend signaal uitging of te duchten was, onderkend dat de Staat bij het uitvoeren van de reddingsoperatie ook de belangen van (potentiële) beleggers in Fortis in het oog moest houden. Dat de reddingsoperatie zelf naar het oordeel van het hof gericht was op het herstel van vertrouwen bij spaarders, rekeninghouders en andere banken, en niet op beïnvloeding van de beurskoers, doet daaraan niet af.

3.8 Onderdeel 3.4 voert onder meer aan dat de Staat (de minister) niet passief had mogen blijven toen beleggers door Fortis, voor de Staat kenbaar, werden misleid, en dat de minister de misleidende uitlatingen van Fortis had moeten corrigeren. Deze klacht berust op een onjuiste rechtsopvatting. Op de minister rustte geen verplichting om uitlatingen van de zijde van Fortis te corrigeren buiten het geval dat de informatieverstrekking door de minister zelf zonder deze correctie misleidend zou zijn, hetgeen naar het oordeel van het hof niet het geval was.

De toepassing van de maatstaf

3.9.1 Het hof heeft geoordeeld dat van de informatieverstrekking door de Staat voor de maatman-belegger geen onrechtmatig onjuist of misleidend signaal uitging. Het heeft daarbij onderscheid gemaakt tussen de periode tot en met dinsdagmiddag 30 september 2008 en de periode daarna.

3.9.2 Wat de eerste periode betreft, kan het oordeel van het hof als volgt worden samengevat.

- Er was sprake van een mondiale kredietcrisis waarbij ook grote financiële instellingen in ernstige moeilijkheden waren geraakt. Dit kan beleggers eind september 2008 niet zijn ontgaan (rov. 4.2.6).
- Bij Fortis was mogelijk sprake van grote problemen (onder meer) met betrekking tot de overname van ABN AMRO, de negatieve financiële gevolgen van de verkoop van HBU, moeilijkheden met de solvabiliteit met als gevolg een teruglopend vertrouwen in Fortis, met gevolgen voor de liquiditeitspositie van de bank, aftreden/afwezigheid van bestuurders en de problemen met de verkoop van assets (Vinci en

Ping-An). Deze problemen waren echter niet van dien aard dat zij – de context van de crisis weggedacht – op zichzelf het voortbestaan van Fortis bedreigden (rov. 4.2.11).

- In het weekeinde van 27/28 september 2008 was het faillissement van Fortis een reële dreiging (rov. 4.2.6).

- De directe oorzaak van deze dreiging was de uitstroom van liquiditeiten. Het onmiskenbare doel van de Staat bij de eerste reddingsoperatie (op zondag 28 september) was om te voorkomen dat klanten en spaarders op grote schaal bij Fortis aangehouden tegoeden zouden opeisen (rov. 4.2.9).

- De Staat heeft in zijn mededelingen over de eerste reddingsoperatie duidelijk gemaakt dat deze gericht was op het veiligstellen van de stabiliteit van het bancaire systeem en op het herstel van het vertrouwen in Fortis van rekeninghouders en andere banken (rov. 4.2.7).

- Het publiek kon de uitspraken van de minister dat Fortis in essentie een gezond bedrijf is en dat de garantstellingen het bedrijf nog gezond hadden gemaakt, opvatten als mededeling dat men vertrouwen kon hebben in Fortis. Dat beeld is, gelet op de financiële situatie, mogelijk vrij rooskleurig maar, gezien de context waarin deze uitspraken zijn gedaan, niet misleidend (4.2.10).

- Beleggers

o mochten in de uitzonderlijke omstandigheden van de crisis de uitspraken van de minister niet zonder meer opvatten als een signaal dat er voor Fortis geen gevaar meer te duchten was (rov. 4.2.6);

o moesten rekening houden met de mogelijkheid dat zwaardere maatregelen noodzakelijk zouden blijken, ook zonder dat de minister daarover een voorbehoud had gemaakt (rov. 4.2.7);

o konden uit de uitspraken van de Staat niet opmaken dat de Staat met de eerste reddingsoperatie tevens beoogde de beurskoers van Fortis te beïnvloeden (rov. 4.2.7).

- Uit de mededelingen van de minister aan de Tweede Kamer op dinsdag 30 september 2008 mocht de maatman-belegger begrijpen dat de beurskoers van Fortis volgens de minister lager was dan op grond van de solvabiliteit zou mogen worden verwacht en dat de “irrationaliteit” van de beurs ervoor kon zorgen dat de koersen niettemin achterblijven (rov. 4.2.14).

3.9.3 Wat de tweede periode, vanaf dinsdagavond 30 september 2008, betreft, heeft het hof vooropgesteld dat het op de weg van de minister lag de Tweede Kamer te informeren over de achtergrond van de eerste reddingsoperatie. In het debat met de Tweede Kamer op donderdag 2 oktober 2008 kon de minister, in verband met de grote belangen van het financiële stelsel, in redelijkheid de keuze maken nog geen informatie te verschaffen over het voornemen zwaardere maatregelen te treffen. Uit de mededelingen die de minister bij die gelegenheid tegenover de Tweede Kamer deed, mocht de maatman-belegger niet afleiden dat de problemen met Fortis waren opgelost en dat de eerste reddingsoperatie een succes was, aldus het hof (rov. 4.2.16).

3.9.4 Het oordeel van het hof komt erop neer dat de minister niet steeds volledige informatie heeft verspreid, maar dat hiervan voor beleggers, gegeven de ook hun bekende context waarin de reddingsoperaties en de informatieverstrekking plaatsvonden, geen misleidend signaal uitging of te vrezen was, terwijl de keuze van de minister om geen volledige informatie te verstrekken bovendien gerechtvaardigd werd door het belang van de stabiliteit van het financiële stelsel, in het bijzonder in de tweede periode.

3.10 Het middel bestrijdt deze oordelen met een groot aantal klachten die deels uitgaan van een hiervoor onder 3.4-3.8 onjuist bevonden rechtsopvatting over de aan te leggen maatstaf en die voor het overige feitelijke stellingen aanvoeren die het hof onder ogen heeft gezien maar waarover het anders heeft geoordeeld dan de klachten bepleiten. De oordelen van het hof zijn niet onbegrijpelijk en behoeften geen nadere motivering. Voor een herbeoordeling is in cassatie geen plaats.

Wat betreft de informatieverstrekking aan de Tweede Kamer op donderdag 2 oktober 2008, is daarbij nog van belang dat de minister aan de Kamer verantwoording diende af te leggen over zijn beleid tijdens de eerste reddingsoperatie. In het oordeel van het hof ligt besloten dat beleggers hadden moeten beseffen dat het hierbij ging om een verantwoording over de transactie van zondag 28 september 2008, en dat de minister niet de actuele stand van zaken met betrekking tot de reddingsoperatie weergaf. In dit licht, en mede gelet op de bewoordingen die de minister heeft gekozen (zie hiervoor in 3.1 onder xxii), is niet onbegrijpelijk dat het hof heeft geoordeeld dat de minister met de door hem gekozen bewoordingen tijdens dat Kamerdebat niet het vertrouwen heeft gewekt dat de problemen bij Fortis waren opgelost en dat de reddingsoperatie een succes was. De tegen deze oordelen gerichte klachten van onderdeel 9.2 falen daarom.

3.11 Ook de overige klachten van het middel kunnen niet tot cassatie leiden. Dit behoeft, gezien art. 81 lid 1 RO, geen nadere motivering nu de klachten niet nopen tot beantwoording van rechtsvragen in het belang van de rechtseenheid of de rechtsontwikkeling.

4. Het incidentele beroep, dat is ingesteld onder de voorwaarde dat het middel in het principale beroep tot vernietiging van het arrest van het hof leidt, behoeft gelet op hetgeen hiervoor is overwogen geen behandeling.

5 Beslissing

De Hoge Raad:

verwerpt het principale beroep;

veroordeelt FortisEffect c.s. in de kosten van het geding in cassatie, tot op deze uitspraak aan de zijde van de Staat begroot op € 841,34 aan verschotten en € 2.200,- voor salaris.

Dit arrest is gewezen door de vice-president F.B. Bakels als voorzitter en de raadsheren C.A. Streefkerk, A.H.T. Heisterkamp, G. de Groot en C.E. du Perron, en in het openbaar uitgesproken door de raadshere G. de Groot op 30 september 2016.

Noot

Algemeen

1 De minister van Financiën had tijdens het debat in de Tweede Kamer op donderdag 2 oktober 2008 niet gezegd dat de Fortis-transactie van de zondagavond ervoor niet de gewenste gevolgen had, dat zwaardere maatregelen noodzakelijk waren en dat de onderhandelingen daarover in een vergevorderd stadium verkeerden. Heeft de Staat zich daarmee bij monde van zijn minister schuldig gemaakt aan marktmanipulatie? En zo ja, moet dit dan tot aansprakelijkheid van de Staat leiden? Als men niet oppast, verzandt men zomaar in ingewikkelde discussies over het Europese effectiviteitsbeginsel en de doorwerking van de Europese marktmisbruikregels in het civiele aansprakelijkheidsrecht.

2 Toen de hier aan de orde zijnde zaak speelde, was het verbod van marktmanipulatie nog opgenomen in artikel 5:58 Wft, ter implementatie van artikel 5 jo. artikel 1 lid 2 van de Marktmisbruikrichtlijn.⁴ Sinds 3 juli 2016 is dit verbod terug te vinden in artikel 15 jo. artikel 12 van de

4 Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 28 januari

2003 betreffende marktmisbruik, *PbEU* 2003, L 96/16.

rechtstreeks werkende Marktmissbruikverordening.⁵ In de Wft zal men sinds 3 juli 2016 dus tevergeefs zoeken naar een implementatie van de Europese marktmissbruikregels.

De kernoverwegingen van het Hof Amsterdam

3 De kernoverwegingen van het Hof Amsterdam zijn terug te vinden in r.o. 4.2.16-4.2.17:

‘4.2.16. Zoals hiervoor overwogen, was het de Staat op donderdag 2 oktober 2008 bekend dat de transactie van zondag 28 september 2008 niet de gewenste gevolgen had gehad. Dat neemt niet weg dat het niettemin op zijn weg lag de Tweede Kamer te informeren over de achtergrond van die transactie op de wijze waarop dat is gedaan. Naar het oordeel van het hof kon de Staat – gezien de grote belangen van het financiële stelsel – op dat moment in redelijkheid de keuze maken nog geen informatie te verschaffen over het voornemen zwaardere maatregelen te treffen omdat dit – naar redelijke inschatting – het vertrouwen in Fortis onmiddellijk nog verder zou doen afnemen en mogelijk kon leiden tot onbeheersbare gevolgen voor Fortis en het bancaire stelsel. De mededelingen die tijdens het debat in de Tweede Kamer zijn gedaan waren niet van dien aard dat de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger – mede gezien de dalende beurskoers van het aandeel Fortis – hieruit mocht afleiden dat de problemen met Fortis waren opgelost en de reddingsoperatie een succes was.

4.2.17. De conclusie is dat de Staat niet in strijd met artikel 5:58 Wft heeft gehandeld en dat de Staat ook anderszins niet onrechtmatig heeft gehandeld door het doen van de hierboven besproken uittalingen.⁶

De betekenis van de kernoverwegingen volgens A-G Timmerman

4 In zijn conclusie bij deze zaak stelt A-G Timmerman zich de vraag hoe de hierboven weergegeven r.o. 4.2.16 nu moet worden begrepen.⁷ Inhoudelijk komt de overweging er volgens de A-G op neer dat, daargelaten of de belegger door het niet verstrekken van de betreffende informatie is misleid, het handelen van de Staat *te rechtvaardigen* (dan wel *niet verwijtbaar*) is door de overmachtssituatie. Timmerman wijst erop dat deze uitleg van r.o. 4.2.16 in overeenstemming is met r.o. 4.3.5 onder a:

“Bij de behandeling van de door FortisEffect c.s. gestelde schending door de Staat van de Wft is reeds aan de orde gekomen de vraag in hoeverre de Staat (op ontoelaatbare wijze) onjuiste, onvolledige of misleidende informatie over (de redding van) Fortis heeft verspreid. De conclusie was dat de Staat in dat opzicht *geen verwijt valt te maken*.” (curs. A-G Timmerman)⁸

5 De A-G merkt in zijn conclusie op dat voor een dergelijk *rechtvaardigingsgrondargument* geen ruimte bestaat in het kader van een beoordeling op grond van artikel 5:58

Wft. Een mededeling wordt niet minder onjuist of misleidend omdat de partij die de mededeling heeft gedaan zich in een overmachtssituatie bevond. Bovendien is een precieze omgang met de norm van artikel 5:58 Wft te meer van belang, omdat ook de AFM en de bestuursrechter, in het kader van het publiekrechtelijke toezicht, deze bepaling moeten uitleggen en toepassen.⁸

6 Terzijde merkt de A-G nog het volgende op. Dat het hof heeft geoordeeld dat het handelen van de Staat gezien de omstandigheden kan worden gerechtvaardigd (dan wel niet verwijtbaar is), betekent volgens Timmerman niet dat het hof heeft willen werken met een *rechtvaardigingsgrond in de zin van artikel 6:162 lid 2 BW*. De bewuste overweging uit r.o. 4.2.16 is geplaatst in het kader van de beoordeling of sprake is van misleidende mededelingen in de zin van artikel 5:58 Wft, terwijl de term *rechtvaardigingsgrond* door het hof niet wordt gebezigd. Hij wijst daarbij ook op r.o. 4.7.3, waarin het hof overwoog dat, nu het hof heeft geoordeeld dat de Staat niet onrechtmatig heeft gehandeld, ‘de eventuele toepassing van de *rechtvaardigingsgrond* niet meer aan de orde (is)’ (nr. 3.113).

7 Al met al concludeert A-G Timmerman als volgt (nr. 3.114):

‘Gelet op het voorgaande, meen ik dat de klacht van onderdeel 9.3 (...) slaagt. ’s Hofs oordeel dat art. 5:58 Wft tijdens het debat op donderdag niet is overtreden, acht ik, gelet op de genoemde stellingen van FortisEffect c.s., onvoldoende begrijpelijk gemotiveerd. De mededelingen die de minister wel heeft gedaan mogen dan – volgens het hof – niet misleidend zijn geweest, het hof heeft mijns inziens niet of onvoldoende onderkend dat de ‘maatman-belegger’ ook kan zijn misleid (in de zin van art. 5:58 Wft) doordat bij de informatieverstrekking essentiële informatie is weggelaten. Dat het bij de door FortisEffect c.s. bedoelde informatie (o.a. dat op donderdag al duidelijk was dat de eerste reddingsoperatie niet het beoogde effect had gehad en niet meer zou worden uitgevoerd, en dat er onderhandelingen gaande waren over veel verdergaande maatregelen) gaat om dergelijke essentiële informatie, kan naar mijn mening zonder meer worden aangenomen. Voorts geldt, zoals volgt uit voorgaande, dat de overweging die erop neer komt dat het handelen van de Staat gerechtvaardigd is, het oordeel dat art. 5:58 Wft niet is overtreden niet mede kan dragen.⁹

8 Wat het hof hier in de interpretatie van de A-G kortom deed, was in de norm die besloten ligt in artikel 5:58 Wft een aanvullend vereiste inlezen dat niet terug te vinden is in artikel 5:58 Wft en de eraan ten grondslag liggende Marktmissbruikrichtlijn, om vervolgens te oordelen dat de norm helemaal niet is overtreden. Zo bezien paste het hof in feite een soepeler norm toe dan destijds volgde uit artikel 5:58 Wft ter implementatie van de Marktmissbruikrichtlijn en thans rechtstreeks volgt uit artikel 15 jo artikel 12 Marktmissbruikverordening. Men kan de

5 Verordening (EU) 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmissbruik (Verordening marktmissbruik) en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie, *PbEU* 2014, L 173/1. Zie voor een

overzichtsartikel over de Marktmissbruikverordening: J. Italianer & A.W. van der Vegt, ‘MAD II: Mutually Assured Destruction?’, *Ondernemingsrecht* 2016/15.

6 Zie Hof Amsterdam 29 juli 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:3005, *JOR* 2014/300 m.nt. D.R. Doorenbos, r.o. 4.2.16-4.2.17.

7 Conclusie A-G Timmerman 25 maart 2016, ECLI:NL:PHR:2016:163, nr. 3.112.

8 Conclusie A-G Timmerman 25 maart 2016, ECLI:NL:PHR:2016:163, nr. 3.112.

9 Conclusie A-G Timmerman 25 maart 2016, ECLI:NL:PHR:2016:163, nr. 3.114.

redenering van het hof zien als een ‘bedekt’ voorbeeld van het gevalstype, waarin de civiele rechter een schadeclaim wegens overtreding van een kernbepaling uit de Europese marktmisbruikregels afwijst, omdat hij in het civiele recht uit gaat van een soepeler norm die niet is overtreden (hierna: Gevalstype 1).

9 Hoe dan ook, Gevalstype 1 staat op gespannen voet met het Europese effectiviteitsbeginsel zoals dit onder meer werd geformuleerd door het Hof van Justitie van de Europese Unie (hierna: HvJ EU) in *Immofinanz*.¹⁰ In die zaak ging het om de civielrechtelijke gevolgen van voorschriften afkomstig uit de Prospectusrichtlijn, de Transparantierichtlijn en de Marktmisbruikrichtlijn. Het HvJ EU overwoog in r.o. 40 als volgt:

‘Het is juist dat, anders dan artikel 25, lid 1, van de prospectusrichtlijn, artikel 28, lid 1, van de transparantierichtlijn, en artikel 14, lid 1, van de marktmisbruikrichtlijn niet met zoveel woorden verwijzen naar de wettelijke aansprakelijkheidsregelingen van de lidstaten, maar dat neemt niet weg dat het Hof met betrekking tot de toekenning van een schadevergoeding en een eventuele mogelijkheid om punitieve schadevergoeding toe te kennen, reeds heeft geoordeeld dat, bij gebreke van Unierechtelijke bepalingen ter zake, de interne rechtsorde van elke lidstaat de criteria voor de vaststelling van de omvang van de schadevergoeding dient te bepalen, mits het gelijkwaardigheidsbeginsel en het doeltreffendheidsbeginsel in acht worden genomen (zie naar analogie arresten van 13 juli 2006, *Manfredi e.a.*, C-295/04-C-298/04, Jurispr. p. I-6619, punt 92, en 6 juni 2013, *Donau Chemie e.a.*, C-536/11, nog niet gepubliceerd in de Jurisprudentie, punten 25–27.’

10 Het HvJ EU oordeelde al eerder in dezelfde lijn ten aanzien van de Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) in *Genil*.¹¹ In die uitspraak besliste het HvJ EU dat het bij gebreke van een Europese regeling aan de lidstaten zelf is om te bepalen wat de civielrechtelijke gevolgen zijn van een schending van de MiFID ken-uw-cliënt-regels, maar dat daarbij wel het gelijkheidsbeginsel en het doeltreffendheidsbeginsel of effectiviteitsbeginsel in acht moeten worden genomen (nr. 57).¹² Het Hof verwijst door naar nr. 27 van een arrest van 19 juli 2012 inzake een fiscale kwestie (*Littlewoods Retail e.a.*, nr. C-591/10) en de aldaar aangehaalde rechtspraak. Daar staat het volgende te lezen:

‘Bij het ontbreken van een Unieregeling is het een aangelegenheid van het interne recht van elke lidstaat om de voorwaarden vast te stellen waaronder deze rente moet worden betaald, met name de rentevoet en de wijze waarop de rente wordt berekend (enkelvoudige dan wel samengestelde rente). Deze voorwaarden moeten het gelijkwaardigheids- en het doeltreffendheidsbeginsel eerbiedigen, dat wil zeggen dat zij niet ongunstiger mogen zijn dan die welke voor soortgelijke

vorderingen op basis van het nationale recht gelden en *evenmin van dien aard mogen zijn dat zij de uitoefening van de door het Unierecht verleende rechten in de praktijk onmogelijk of uiterst moeilijk maken* [curs. DB] (zie in die zin reeds aangehaalde arresten *San Giorgio*, punt 12, en *Weber’s Wine World e.a.*, punt 103, alsook arrest van 6 oktober 2005, *MyTravel*, C 291/03, Jurispr. p. I 8477, punt 17).¹³

11 Het effectiviteitsbeginsel brengt derhalve mee, dat de voorwaarden waaronder een belegger iemand civielrechtelijk aansprakelijk kan stellen wegens een overtreding van de Europese financiële toezichtregels niet van dien aard mogen zijn dat succesvolle acties in de praktijk onmogelijk of uiterst moeilijk zijn. Dit lijkt voor zover hier relevant te betekenen dat civiele rechters niet *soepeler* mogen zijn dan de Europese marktmisbruikregels voorschrijven. Als in een concreet geval volgens de Europese regels sprake is van marktmanipulatie en gedupeerde beleggers stellen ter zake een schadeclaim in bij de civiele rechter, dan mag de civiele rechter deze claim niet afwijzen met het argument dat *in civilibus* een soepeler norm geldt. Dat zou immers, mede gelet op het maximumharmonisatiekarakter van de marktmisbruikregels, in strijd komen met het effectiviteitsbeginsel. Zou dit anders zijn, dan zouden de rechtszekerheid en het Europese *level playing field* danig onder druk komen te staan. Dit is te meer het geval omdat de Europese marktmisbruikregels zelf voorzien in een gedetailleerde lijst met uitzonderingen waarop het verbod op marktmanipulatie niet van toepassing is, zoals koersstabilisatie.¹⁴ Onder vigeur van Marktmisbruikverordening is dit alles in nog sterkere mate het geval. Er is uitdrukkelijk voor het instrument van een rechtstreeks werkende verordening gekozen, ‘om meer rechtszekerheid te bieden’ en om ‘een gelijk speelveld [te] garanderen, doordat voorkomen wordt dat als gevolg van de omzetting van een richtlijn nationale voorschriften onderling verschillen. [De Marktmisbruikverordening] moet ertoe leiden dat iedereen in de gehele Unie dezelfde voorschriften volgt.’¹⁵ De geschetste benadering kan men doortrekken naar schadeclaims uit hoofde van schending van het transactieverbod, het aanbevelings- en het mededelingsverbod en het gebod tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie.

12 Wat te denken van een aanpalend gevalstype, waarvan A-G Timmerman concludeert dat het Hof Amsterdam daarop niet het oog kan hebben gehad (zie nr. 6 hierboven)? De civiele rechter wijst een schadeclaim wegens overtreding van een kernbepaling uit de marktmisbruikregelgeving af, maar niet (zoals in Gevalstype 1) omdat hij in het civiele recht uit gaat van een soepeler norm die niet

10 HvJ EU 19 december 2013, C-174/12, ECLI:EU:C:2013:856, NJ 2014/184, m.nt. M.R. Mok; *Ondernemingsrecht* 2014/71, m.nt. T.M.C. Arons; V&O 2014, afl. 7/8, p. 109-114, m.nt. J.H.L. Beckers (*Alfred Hirmann / Immofinanz AG*).

11 HvJ EU 30 mei 2013, C-604/11, AA20130663, m.nt. D. Busch; *JOR* 2013/274, m.nt. D. Busch (*Genil 48 SL e.a. / Bankinter SA e.a.*).

12 HvJ EU 30 mei 2013, C-604/11, AA20130663, m.nt. D. Busch; *JOR* 2013/274, m.nt. D. Busch (*Genil 48 SL e.a. / Bankinter SA e.a.*).

13 Zie inmiddels ook expliciet art. 69 lid 2, *in fine*, Richtlijn 2014/65/EU, *PbEU* L 173/349, 15 mei 2014 (*Markets in financial Instruments Directive II*, MIFID II): ‘De lidstaten zien erop toe dat er mechanismen zijn ingesteld waarmee er krachtens de nationale wetgeving voor wordt gezorgd dat compensatie wordt betaald of andere herstelmaatregel wordt ondernomen voor financieel verlies of andere geleden schade als gevolg van een inbreuk op deze richtlijn of [MIFIR]’. De implementatieregels ter zake van

MiFID II zijn per 3 januari 2018 van toepassing. Zie over de doorwerking van MiFID I en MiFID II in het civiele recht: D. Busch, *MiFID II / MiFIR: nieuwe regels voor beleggingsondernemingen en financiële markten* (Preadvies voor de Vereniging voor Financieel Recht 2015; VHI-reeks nr. 130), Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 209-228.

14 Zie thans art. 5, 6 en 13 Marktmisbruikverordening.

15 Ovv. (4) en (5) Marktmisbruikverordening.

is overtreden. De Europese normstelling wordt door hem erkend. Schending van een kernbepaling uit de marktmissbruikregelgeving levert een onrechtmatige daad op wegens handelen in strijd met een wettelijke plicht. Toch wijst de civiele rechter de schadeclaim in het concrete geval af omdat zich een rechtvaardigingsgrond voordoet als bedoeld in artikel 6:162 lid 2, *in fine*, BW, die de onrechtmatigheid van de wetsovertreding wegneemt (hierna: Gevalstype 2).

13 Ofschoon het Hof Amsterdam volgens de A-G niet het oog kan hebben gehad op Gevalstype 2, was de vraag of dit type al of niet strookt met het Europese effectiviteitsbeginsel voor de A-G toch intrigerend genoeg om er een passage aan te wijden. Volgens de A-G komt Gevalstype 2 niet in strijd met het Europese effectiviteitsbeginsel (nr. 3.30):

‘Ik meen dat het doeltreffendheidsbeginsel niet noopt tot de algemene conclusie dat de toepassing van de regel van de rechtvaardigingsgrond buiten toepassing zou moeten blijven ingeval van een vordering tot schadevergoeding wegens overtreding van art. 5:58 Wft. De gelding van deze regel van algemeen Nederlands onrechtmatige daadsrecht, op grond waarvan het in (zeer) bijzondere omstandigheden mogelijk is dat in beginsel onrechtmatig handelen toch niet tot aansprakelijkheid leidt, maakt immers niet dat het Nederlandse recht niet voorziet in een adequate rechtsgang ingeval van schending van art. 5:58 Wft.’

14 Ik ben er nog niet zo zeker van dat Gevalstype 2 niet in strijd komt met het Europese effectiviteitsbeginsel. Een beroep op een rechtvaardigingsgrond in de zin van artikel 6:162, *in fine*, BW biedt civiele rechters de mogelijkheid uitzonderingen op de Europese marktmissbruikregels te introduceren die geen Europese wettelijke basis kennen. Ik aarzel des te meer omdat de Europese marktmissbruikregels zelf voorzien in een gedetailleerde lijst met uitzonderingen waarop het verbod op marktmanipulatie niet van toepassing.¹⁶ Mede gelet op het maximumharmonisatiekarakter zouden civiele rechters mijns inziens zeer terughoudend moeten zijn met het introduceren van nationale uitzonderingen, ook via de band van het aannemen van een rechtvaardigingsgrond in de zin van artikel 6:162 lid 2, *in fine*, BW. Zoals eerder werd opgemerkt, is dit in nog sterkere mate het geval onder vigeur van de Marktmissbruikverordening, omdat juist in het kader van de rechtszekerheid en een daadwerkelijk Europees *level playing field* is gekozen voor het instrument van een verordening. Of een civiele rechter nu een redenering kiest die moet worden aangemerkt als Gevalstype 1 of 2, materieel maakt het geen verschil. In beide gevallen accepteert hij materieel een uitzondering op de marktmissbruikregels die niet is terug te voeren op een of meer van de uitzonderingen waarin de Europese marktmissbruikregels zelf voorzien.

De betekenis van de kernoverwegingen volgens de Hoge Raad

15 Het is natuurlijk wel onbevredigend als de Staat der Nederlanden jegens gedupeerde beleggers aansprakelijk is voor geleden schade omdat de minister van Financiën

zich in de Tweede Kamer schuldig zou hebben gemaakt aan marktmanipulatie. Toen de minister naar de Tweede Kamer werd geroepen om verslag te doen van de eerste reddingsoperatie van Fortis, maakte hij de keuze nog geen informatie te verschaffen over het voornemen zwaardere maatregelen te treffen. Met het Hof Amsterdam ben ik het eens dat het alleszins begrijpelijk en ook verstandig was die informatie in dat stadium nog niet te verschaffen. Dit zou het vertrouwen in Fortis naar redelijke verwachtingen onmiddellijk nog verder hebben doen afnemen en zou mogelijk ook hebben geleid tot onbeheersbare gevolgen voor Fortis en het bancaire stelsel.

16 De Hoge Raad kiest voor een ‘way out’ zonder verzeild te raken in ingewikkelde discussies over het Europese effectiviteitsbeginsel. De Hoge Raad leest de uitspraak van het hof aldus, dat:

‘3.9.4. Het oordeel van het hof (...) erop neer [komt] dat de minister niet steeds volledige informatie heeft verspreid, maar dat hiervan voor beleggers, gegeven de ook hun bekende context waarin de reddingsoperaties en de informatieverstrekking plaatsvonden, geen misleidend signaal uitging of te vrezen was, terwijl de keuze van de minister om geen volledige informatie te verstrekken bovendien gerechtvaardigd werd door het belang van de stabiliteit van het financiële stelsel, in het bijzonder in de tweede periode.

(...)

3.11. In het oordeel van het hof ligt besloten dat beleggers hadden moeten beseffen dat het hierbij ging om een verantwoording over de transactie van zondag 28 september 2008, en dat de minister niet de actuele stand van zaken met betrekking tot de reddingsoperatie weergaf. In dit licht, en mede gelet op de bewoordingen die de minister heeft gekozen (...), is niet onbegrijpelijk dat het hof heeft geoordeeld dat de minister met de door hem gekozen bewoordingen tijdens dat Kamerdebat niet het vertrouwen heeft gewekt dat de problemen bij Fortis waren opgelost en dat de reddingsoperatie een succes was.¹⁷

17 Kortom, er was gelet op de context van de financiële crisis en gelet op de door de minister van Financiën op 2 oktober 2008 in de Tweede Kamer gekozen bewoordingen helemaal geen sprake van misleiding in de zin van destijds artikel 5:58 Wft, thans artikel 15 jo. 12 Marktmissbruikverordening. Aan de beantwoording van de vraag of het handelen van de minister gerechtvaardigd was (aldus dat zich Gevalstype 1 of Gevalstype 2 voordoet) komt de Hoge Raad niet toe. De Hoge Raad omzeilt daarmee de Europeesrechtelijke voetangels en klemmen die opdoemen als men accepteert dat de minister de Tweede Kamer en daarmee het publiek heeft misleid in de zin van artikel 5:58 Wft/15 jo. 12 Marktmissbruikverordening.

Slot

18 De conclusie dat de Staat der Nederlanden niet aansprakelijk is jegens gedupeerde beleggers wegens marktmanipulatie valt in maatschappelijke zin toe te juichen. In juridische zin wringt het. Kan men nu werkelijk stellen dat de minister zich op 2 oktober 2008 niet schuldig heeft

¹⁶ Zie voetnoot 14.

¹⁷ HR 30 september 2016, ECLI:NL:HR:2016:2213.

gemaakt aan marktmanipulatie? Voor de toekomst zou het in elk geval de voorkeur verdienen als Nederland zich sterk zou maken voor een aanpassing van de Marktmissbruikverordening, aldus dat het belang van de stabiliteit van het financieel stelsel een uitzondering toelaat op het verbod van marktmanipulatie. Zo vreemd is die gedachte niet, als men bedenkt dat een uitgevende instelling die een bank of andere financiële instelling is de openbaar-

making van koersgevoelige informatie mag uitstellen als de stabiliteit van het financieel stelsel daartoe noopt.¹⁸ Zwijgen omwille van de stabiliteit van het financiële stelsel is dus toegestaan, halve waarheden vertellen niet. Waar zwijgen geen optie is (de minister moest wel verslag doen aan de Tweede Kamer) zou het vertellen van halve waarheden ook toegestaan moeten zijn omwille van de stabiliteit van het financiële stelsel. ■

18 Zie art. 17 lid 5 Marktmissbruikverordening: 'Om de stabiliteit van het financiële systeem te handhaven, kan een uitgevende instelling die een kredietinstelling of een andere financiële instelling is, op eigen verantwoordelijkheid de openbaarmaking van voorwetenschap, met inbegrip van informatie die gerelateerd is aan een tijdelijk liquiditeitsprobleem en in het bijzonder

informatie over de noodzaak van tijdelijke liquiditeitssteun van een centrale bank of een kredietverstrekker in laatste instantie, uitstellen, mits aan elk van de volgende voorwaarden wordt voldaan: (a) openbaarmaking van de voorwetenschap leidt mogelijkerwijs tot ondermijning van de financiële stabiliteit van de uitgevende instelling en van het financieel systeem; (b) het

uitstel van de openbaarmaking is in het algemeen belang; (c) de vertrouwelijkheid van de betreffende informatie kan worden gewaarborgd, en (d) de in lid 3 bedoelde bevoegde autoriteit heeft op basis van de naleving van de voorwaarden onder (a), (b) en (c) met het uitstel ingestemd.'