

In debat met Van Andel 2024/18

18 Juridische schattenjacht: vorderingen van aandeelhouders op de vennootschap bij een misleidende financiële verslaggeving

mr. M.E.C. Lok, datum 07-09-2023

Datum	07-09-2023
Auteur	mr. M.E.C. Lok ^[1]
JCDI	JCDI:ADS933311:1
Vakgebied(en)	Insolventierecht (V)

18.1 Liber amicorum18.2 Back to basics: het recht van aandeelhouders op inlichtingen en de ratio daarvan18.3 Verplichtingen inzake financiële verslaggeving18.4 Om welke stukken gaat het bij misleidende financiële verslaggeving?18.5 Het vereiste inzicht18.6 Wanneer is verslaggeving misleidend?18.7 Kan de vennootschap worden aangesproken?18.8 Verhouding met overige procedures bij de Ondernemingskamer - SNS Reaal c.s.18.9 Onrechtmatige daad van de vennootschap jegens aandeelhouders18.10 Overige gronden voor vorderingen jegens de vennootschap18.11 Conclusie

Voetnoten

[1] Mr. M.E.C. Lok is partner bij DVDW Advocaten.

In debat met Van Andel 2024/18.1

18.1 Liber amicorum

mr. M.E.C. Lok, datum 07-09-2023

Datum	07-09-2023
Auteur	mr. M.E.C. Lok
JCDI	JCDI:ADS933327:1
Vakgebied(en)	Insolventierecht (V)

Ik zit op een donkerhouten trap van een opvanghuis in de Indiase stad Pondicherry en kijk hoe Willem Jan van Andel aan zes kinderen met vlechten uitlegt dat sommen maken niet hetzelfde is als sommen begrijpen.^[1] Het onbegrijpelijke gaat pas leven als je eerst 'het waarom' begrijpt. Willem Jan maakt aan de hand van humoristische voorbeelden voor de kinderen inzichtelijk hoe zij met het nodige begrip vervolgens op die cijfers kunnen bouwen en ze elders kunnen toepassen. De langs de trapeuning opstijgende geur van kokende kruiden thee met melk staat me bij. Evenals het gelach en enthousiasme waarmee de wiskunde les wordt ontvangen. Drie punten heb ik daar op die trap ter harte genomen: (1) het belang van het stilstaan bij het waarom: *back to basics*, (2) het nut van het (moeten) kunnen bouwen op en toepassen van correcte cijfers en

(3) het gevaar van het beginnen over cijfers in aanwezigheid van Willem Jan. *Don't do it, unless you mean it.* Vooral het tweede punt (maar misschien ook het derde) zullen aandeelhouders onderschrijven. Het eerste punt is echter noodzakelijk om een inschatting te kunnen maken of aandeelhouders iets kunnen ondernemen als blijkt dat zij hebben gebouwd op misleidende gegevens.

In dit artikel zal ik voortborduren en uitweiden op het artikel van Willem Jan van Andel en Koen Rutten uit 2008 met de titel 'Vorderingen van aandeelhouders op de vennootschap wegens een misleidende voorstelling van zaken in de financiële verslaggeving'.^[2] Ik probeer daarbij ook het 'waarom' te betrekken. Het onderwerp is nog altijd interessant omdat er in de wet alleen een concrete grondslag bestaat voor aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen vanwege misleidende verslaggeving. Willen aandeelhouders zich richten tot de vennootschap, dan moeten zij terugvallen op de algemene aansprakelijkheidsnormen. In het hiernavolgende wordt toegelicht welke haakjes voor de aandeelhouders beschikbaar zijn. Toepassing van deze algemene normen brengt ook mee dat (vooral zittende) aandeelhouders tegen knelpunten aanlopen zoals die van de (afgeleide) schade, relativiteit en causaal verband. Ik zal bij de diverse knelpunten stilstaan. Ik beperk mij tot de Nederlandse (of aan het Nederlandse recht onderworpen) nv. en bv. Ik zal niet of slechts beperkt ingaan op andere (al dan niet publiekrechtelijke) rechtspersonen, aansprakelijkheid van bestuurders/commissarissen en accountants, informatievoorziening buiten financiële verslaggeving en prospectusaansprakelijkheid.

Voetnoten

[1] We zijn beiden als bestuurder betrokken geweest bij de Stichting Isai Ma(i)yam.

[2] W.J.M. van Andel & K. Rutten, 'Vorderingen van aandeelhouders op de vennootschap wegens een misleidende voorstelling van zaken in de financiële verslaggeving', *TvI* 2008, 35.

In debat met Van Andel 2024/18.2

18.2 Back to basics: het recht van aandeelhouders op inlichtingen en de ratio daarvan

mr. M.E.C. Lok, datum 07-09-2023

Datum	07-09-2023
Auteur	mr. M.E.C. Lok
JCDI	JCDI:ADS933222:1
Vakgebied(en)	Insolventierecht (V)

Misleiding van aandeelhouders vindt op allerlei manieren plaats. Bijvoorbeeld door hen een te rooskleurige bril op de neus te plaatsen. Binnenkomende aandeelhouders kopen een kat in de zak. Bestaande aandeelhouders blijven zitten of breiden hun belang uit omdat zij vertrouwen hebben in een toekomst die nooit zal bestaan. Andersom kan misleiding ontstaan doordat de begrafenisbel al wordt ingeluid, terwijl daarvoor eigenlijk geen aanleiding is. Aandeelhouders verkopen, verwateren of doen afstand van winst, terwijl zij bij een reëel beeld nimmer zo hadden beslist.

Misleiding staat en valt bij de wijze van informatievoorziening. Voor aandeelhouders is de financiële verslaggeving een belangrijke informatiebron. Om te kunnen beoordelen wanneer een aandeelhouder een vordering kan instellen op basis van misleidende verslaggeving, is het van belang eerst vast te stellen op welke informatie de aandeelhouder überhaupt recht heeft en wat de ratio van dit informatierecht is.

Hebben de aandeelhouders recht op correcte financiële verslaggeving? Zeker vergeleken met andere vennootschapsrechtelijke organen, zijn de rechten van aandeelhouders in belangrijke mate in de wet verankerd. In het bijzonder vermogensrechten^[1], instrumenten^[2] en bevoegdheden (organisatierechten).^[3] Twee voorbeelden daarvan zijn de bevoegdheid om de jaarrekening vast te stellen (art. 2:101/210 lid 3 BW) en het recht op inlichtingen (art. 2:107/217 BW).^[4] Het bestuur en de raad van commissarissen *moeten* de door de algemene vergadering verzochte inlichtingen verstrekken, tenzij een zwaarwichtig vennootschappelijk belang zich daartegen verzet. Alhoewel de tekst een alomvattend recht lijkt te impliceren, blijkt uit jurisprudentie dat het recht niet onbegrensd is. Het is in de kern zelfs vrij beperkt, al kan het contractueel en statutair flink worden opgerekt. Zo gaat het hier om een recht van het orgaan en niet van de individuele aandeelhouder.^[5] Individuele aandeelhouders mogen wel *tijdens* de vergadering vragen stellen, ook als die vragen niet zien op geagendeerde onderwerpen. Ook mogen zij *vóór* de vergadering vragen stellen, mits die vragen zien op geagendeerde onderwerpen. Daarbuiten mogen aandeelhouders zo veel vragen stellen als zij willen, maar daar hoeft het bestuur dan in beginsel niet op te antwoorden. De hoofdregel is dat buiten de algemene vergadering individuele aandeelhouders geen recht hebben op informatie.

De redelijkheid en billijkheid kunnen niettemin aanvullende informatierechten, aanvullende goedkeuringsrechten^[6] en zelfs een actieve informatieplicht uit eigen beweging met zich brengen, ook ten aanzien van de individuele aandeelhouder, ook buiten vergadering en buiten de agenda.^[7] Dat kan wanneer er een *bijzondere zorgplicht* bestaat ten aanzien van een individuele aandeelhouder.^[8] Dit ziet men vooral bij belangenverstrengeling of vergaande benadeling van één of meer aandeelhouders. Een individuele aandeelhouder zal haar eigen concrete belang moeten onderbouwen.^[9] Hij/zij moet echter ook op een redelijke wijze van de bevoegdheden gebruikmaken.^[10] Verzoeken tot het overhandigen van een groot deel van de administratie worden meestal niet toegewezen.

De ratio van het recht op inlichtingen - en daarmee ook de begrenzing van dit recht - is gelegen in het in staat stellen van aandeelhouders om standpunten te kunnen bepalen en om op die basis investeringsbeslissingen te kunnen nemen en aandeelhoudersrechten te kunnen uitoefenen.^[11] Verdedigbaar is dus dat het informatierecht niet verdergaat dan de feiten en omstandigheden die in dat kader noodzakelijk zijn voor een behoorlijke oordeelsvorming en het voeren van een zinvolle dialoog.^[12] Ook de financiële verslaggeving moet binnen deze context worden beschouwd. Richtinggevend voor de reikwijdte van het recht op inlichtingen is immers het uitgangspunt dat het bestuur de algemene vergadering achteraf informeert tijdens de vergadering van aandeelhouders over het gekozen beleid door middel van de jaarrekening.^[13] In deze functie werd met artikel 2:217 BW blijkens de parlementaire geschiedenis niets gewijzigd.^[14] De parlementaire geschiedenis bij artikel 2:217 BW, voorheen artikel 43 WvK en artikel 2.3.4.1. IW, verbindt het recht op inlichtingen daarmee direct aan die verantwoordingsplicht.^[15] Het recht op inlichtingen en de financiële verslaggeving passen dus beide binnen de kaders van de vennootschappelijke rekening en verantwoording en worden ingekleurd en begrensd door de hiervoor omschreven ratio.^[16]

Voetnoten

[1] Vermogensrechten: recht op winst (art. 2:105/216 BW); recht op uitkering saldo na ontbinding (art. 2:23b BW); recht om geen verplichting boven storting nominale waarde te aanvaarden (art. 2:64/175 BW en 2:81 BW).

[2] Instrumenten: uitkoop (art. 2:92a/201a BW), geschillenregeling (art. 2:336/343 BW) en enquête (art. 2:346 BW).

[3] Wettelijke bevoegdheden: zeggenschapsrechten (stemrecht, vergaderrecht, agenderingsrecht), goedkeuringsrechten (bij de nv art. 2:107a BW), instructierechten (bij de bv art. 2:239 lid 4 BW), het recht op schorsen, ontslaan, benoemen bestuurders (art. 2:132/242 BW en 2:134/244 BW); recht statuten wijzigen (art. 121/231 BW); ontbinden of instructie faillissement; vaststelling jaarrekening (art. 2:191/210 lid 3 BW). In aanvulling hierop: het gelijkheidsbeginsel (art. 2:92/201 BW en art. 5:25k Wft).

[4] Specifieke (deels praktische) informatie aandeelhouders uitgevende instellingen: art. 5:25k Wft; bij AV art. 5:25ka Wft.

[5] HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, *NJ* 2010/544, m.nt. P. Van Schilfgaarde (*ff*).

[6] Hof Amsterdam 7 april 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:1018, *JOR* 2021/201, m.nt. T. Salemink (*Human concern*).

[7] Hof Amsterdam (OK) 3 februari 2022, ECLI:NL:GHAMS:2022:750, *JOR* 2022/172, m.nt. P.L. Hezer (*Steenfabriek*); Hof Amsterdam (OK) 24 augustus 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:2692 (*Allure*); Rb. Midden-NL 9 juni 2021, ECLI:NL:RBMNE:2021:2398, *JOR* 2022/29, m.nt. R.A.F. Timmermans; Hof Amsterdam (OK) 21 december 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:3977, *ARO* 2022/27; Hof Amsterdam (OK) 24 april 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1626 (*Fortuna*); Hof Amsterdam (OK) 27 februari 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:717, *JOR* 2020/203, m.nt. P.L. Hezer (*Fuelplants*); Hof Amsterdam (OK) 13 maart 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:842, *JOR* 2020/172, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Brouwer Bloembollen*); Hof Amsterdam (OK) 17 februari 2009, ECLI:NL:GHAMS:2009:BI4018, *ARO* 2009/45 (*Butot*); Hof Amsterdam (OK) 26 mei 1983, ECLI:NL:GHAMS:1983:AC8007, *NJ* 1984/481, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Linders/Hofstee*); Hof Amsterdam (OK) 6 juni 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BQ9757, *JOR* 2011/282, m.nt. J.M. Blanco Fernández (*Jeezet/Synpact*); Hof Amsterdam (OK) 23 juli 2001, ECLI:NL:GHAMS:2001:AG3879, *JOR* 2001/204 (*Langen*); Hof Amsterdam (OK) 17 december 2007, ECLI:NL:GHAMS:2007:BC4587, *JOR* 2008/35 (*De Hasker*); Hof Amsterdam (OK) 22 december 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:5354, *JOR* 2018/210, m.nt. C.D.J. Bulten (*Intergamma*).

[8] Hof Amsterdam (OK) 31 oktober 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:3921 (*Bosal*).

[9] Hof Arnhem-Leeuwarden 3 mei 2022 ECLI:NL:GHARL:2022:3470, *RO* 2022/34, *JOR* 2023/2, m.nt. P. Hezer (auteur was de behandeld advocaat vennootschap).

[10] Hof Arnhem-Leeuwarden 3 mei 2022, *JOR* 2023/2, m.nt. P. Hezer, r.o. 4.15.

[11] Niet informeren over mogelijke gevolgen AV besluit kan onbehoorlijk bestuur opleveren: HR 1 maart 2002, *NJ* 2002/296; *JOR* 2002/79 (*Zwagerman*); Onvoldoende informatie om standpunt te bepalen over claimsemissie: Hof Amsterdam (OK) 14 maart 2016 (r.o. 3.8), *RO* 2016/36; *JOR* 2017/89 (*Delta Lloyd*)

[12] Sluit indirect aan bij HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652, *NJ* 2018/331, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Fugro*).

[13] Er kan natuurlijk een voorafgaand goedkeuringsrecht bestaan op grond van overeenkomst, statuten, 2:107a of situatie zoals omschreven in Hof Amsterdam 7 april 2021, *JOR* 2021/201 (*Human concern*).

[14] *Kamerstukken I*, 1977/71, 10751, MvT.

[15] *Kamerstukken II*, 1969/70, 10751, MvT.

[16] HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, *NJ* 2010/544, m.nt. Van Schilfgaarde (*ASMI*), r.o. 4.6.

In debat met Van Andel 2024/18.3

18.3 Verplichtingen inzake financiële verslaggeving

mr. M.E.C. Lok, datum 07-09-2023

Datum	07-09-2023
Auteur	mr. M.E.C. Lok
JCDI	JCDI:ADS933261:1

Tegenover het *recht* op inlichtingen staan de *verplichtingen* van (het bestuur van) de vennootschap inzake de financiële verslaggeving. De wettelijke bepalingen geven vorm aan de wijze van verslaggeving, waardoor de genoemde verantwoording principaal wordt gegeven. Deze stukken dienen natuurlijk ook de belangen van derden, zoals contractspartijen en crediteuren, maar geven ook invulling aan het recht op inlichtingen van de aandeelhouders. Onderscheid kan worden gemaakt tussen een interne en externe fase bij de financiële verslaggeving.

De interne fase ziet op het moment waarop bestaande (zittende) aandeelhouders eerst kennisnemen van de financiële verslaggeving. Vanaf dit moment kunnen bestaande aandeelhouders hun gedragingen op de verslaggeving baseren.^[1] In de interne fase *kunnen* er nog wijzigingen en nadere mededelingen plaatsvinden. De algemene vergadering kan het bestuur opdracht geven tot wijziging van de jaarrekening, bijvoorbeeld omdat bepaalde toelichtingen of verantwoording niet volstaat.^[2] Het bestuur kan zelf echter ook tot nieuwe inzichten komen en de jaarrekening willen aanpassen. Het bestuur kan dan het besluit tot opmaken van de jaarrekening herroepen om een nieuw opmaakbesluit te nemen.^[3] De aangepaste jaarrekening wordt dan opnieuw voor vaststelling voorgelegd. Op het moment van vaststelling moet ook acht worden geslagen op wat sinds het opmaken bekend is geworden. Als daarna blijkt dat de jaarrekening serieus tekortschiet, dan heeft het bestuur de plicht om de aandeelhouders te informeren en een mededeling te deponeren bij het handelsregister, of bij de AFM ex artikel 5:25m Wft als effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt. Volgens de wettekst rust de verplichting tot het opmaken dus op het bestuur en de verplichting om de stukken ter beschikking te stellen op zowel het bestuur als de vennootschap zelf. Denk aan de verplichting van het bestuur om de jaarrekening (art. 2:361 lid 3; art. 2:101 lid 1 BW/210 lid 1 BW) en het bestuursverslag^[4] (art. 2:101 lid 1 BW/210 lid 1 BW) schriftelijk^[5] op te maken en die ter inzage te leggen voor de aandeelhouders. Denk ook aan de verplichting van de vennootschap om ervoor te zorgen dat de opgemaakte jaarrekening, het bestuursverslag en de overige gegevens (ex art. 2:392 lid 1 BW) vanaf de oproep voor de algemene vergadering op kantoor van de vennootschap aanwezig zijn. Aandeelhouders e.a. mogen die inzien en daarvan een afschrift verkrijgen (art. 2:102/212 BW).

De externe fase ziet op het naar buiten toe brengen van de verslaggeving. Het gaat hier in beginsel om definitieve stukken. Aandeelhouders, vooral die op meer afstand, kunnen daarom te meer uitgaan van en vertrouwen op de juistheid van deze stukken. Volgens de wettekst rust de verplichting tot openbaarmaking voornamelijk op de vennootschap zelf. Dit volgt ook uit artikel 2:394 lid 7 BW dat de mogelijkheid biedt om van de rechtspersoon nakoming van de uit artikel 2:394 leden 1 t/m 5 BW voortvloeiende openbaarmakingsverplichtingen te vorderen. Denk bij de externe fase aan de verplichting van de vennootschap tot openbaarmaking van de jaarrekening na vaststelling (art. 2:394 lid 1 BW). Zonder tijdige vaststelling, dient het bestuur de opgemaakte jaarrekening openbaar te maken, met mededeling dat deze (nog) niet is vastgesteld (art. 2:394 lid 2 BW). Bij gerechtelijke vernietiging van de jaarrekening, moet de rechtspersoon een afschrift van de in de uitspraak opgenomen bevelen deponeren bij het handelsregister. Uiterlijk twaalf maanden na afloop van het boekjaar moet de vennootschap de jaarrekening openbaar hebben gemaakt (art. 2:394 lid 3 BW), tenzij er sprake is van bijvoorbeeld ontheffing (art. 2:394 lid 5 BW). Gelijktijdig worden het bestuursverslag en (deels) de overige gegevens bedoeld in artikel 2:392 BW openbaar gemaakt (art. 2:394 lid 4 BW).

Voor vennootschappen waarvan de effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt bedoeld in Wft bestaan aanvullende openbaarmakingsverplichtingen. Volgens de wettekst rust de verplichting tot op- en openbaarmaking bij de vennootschap zelf. Sinds het artikel van Rutten en Van Andel hebben zich hier een aantal relevante ontwikkelingen voorgedaan,^[6] zoals de (toen verwachte) implementatie in 2009 van de Transparantierichtlijn in de Wft ^[7] de wijziging daarvan vanwege een richtlijn uit 2013, die in 2016 via een implementatiewet en twee besluiten is geïmplementeerd, onder meer met het gevolg dat uitgevende instellingen niet langer gehouden zijn om tussentijdse verklaringen algemeen verkrijgbaar te stellen. Ook relevant is de jaarrekeningrichtlijn uit 2013,^[8] geïmplementeerd in 2015.^[9] Hierin is, naast enkele inhoudelijke en termijnwijzigingen, ook de term jaarverslag vervangen door bestuursverslag. Uitzonderingen daargelaten,^[10] kan worden gedacht aan artikel 5:25c lid 1 Wft. Dit artikel bepaalt dat de uitgevende instelling verplicht is haar jaarlijkse financiële verslaggeving op te stellen en, inclusief (lid 2) onder meer de jaarrekening, bestuursverslag

en verklaringen, algemeen verkrijgbaar te stellen volgens artikel 5:25m Wft.^[11] Artikel 5:25d lid 1 Wft bepaalt dat de uitgevende instelling de halfjaarlijkse financiële verslaggeving opstelt en, inclusief (lid 2) onder meer de halfjaarrekening, halfjaarlijks bestuursverslag en verklaringen, algemeen verkrijgbaar stelt volgens artikel 5:25m Wft.

De wet kent een veelheid aan uitzonderingen op de voornoemde regels. Ter illustratie: een jaarrekening kan zelfs worden opgesteld naar de maatschappelijke normen van een andere EU-lidstaat bij internationale vertakking mits dit gerechtvaardigd is en het vereiste inzicht nog steeds wordt verstrekt. Daarnaast kennen micro-, kleine en middelgrote ondernemingen een beperkt jaarrekeningregime, afhankelijk van (ten minste) twee van drie van toepassing zijnde criteria gebaseerd op (1) de activa met balanswaarde, (2) de netto-omzet en (3) het gemiddeld aantal werknemers (art. 2:395a BW, art 2:396 BW en 2:397 BW). De micro-onderneming en de kleine onderneming hoeven bijvoorbeeld geen bestuursverslag op te stellen en de eerstgenoemde hoeft ook geen toelichting op de jaarrekening op te stellen, zolang bepaalde informatie maar wel uit de balans blijkt. Bepaalde sectoren stellen echter weer aanvullende eisen, bijvoorbeeld voor zorgaanbieders op basis van de Regeling openbare jaarverantwoording WMG. Voor verschillende type ondernemingen gelden verschillende verplichtingen. Het valt buiten het bestek van dit artikel om die allen te omschrijven.

Voetnoten

[1] De oude tekst van art. 2:249 BW zag op “*openbaar maken*” maar er is juist gekozen voor het bredere “*bekend maken*” omdat vennootschappen ook hun nog niet vastgestelde jaarrekening en bestuursverslag aan derden zenden. J.W. Huizink in: *GS Rechtspersonen*, art. 2:249 BW, aant. 3.

[2] Als de wijziging alleen vanuit de algemene vergadering bij de vaststelling komt, kan dat een disculpatiegrond kan opleveren voor bestuurders ex art. 2:249/260 BW: J.B. Huizink in: *GS Rechtspersonen*, art. 2:139 BW, aant. 5.

[3] *Asser/Kroeze* 2-I 2021/563.

[4] Tenzij er bijv. sprake is van een vrijstelling van art. 2:396 lid 7 BW, of onderneming van onderscheiden aard ex art. 2:403 BW.

[5] *Asser/Maeijer* 2-III 2000/416: schriftelijk want het moet ter inzage worden gelegd.

[6] *Kamerstukken II* 2007/08, 31093, nr. 6, p. 2 en 5.

[7] *Stb.* 2008, 476; Richtlijn 2004/109/EG.

[8] Richtlijn 2013/34/EU betreffende de jaarlijkse financiële overzichten, geconsolideerde financiële overzichten en aanverwante verslagen van bepaalde ondernemingsvormen, tot wijziging van Richtlijn 2006/43/EG en tot intrekking van Richtlijnen 78/660/EEG en 83/349/EEG van de Raad (*PbEU* 2013, L 182).

[9] *Stb.* 2015/351.

[10] Bijv. inzake rapporteren van betaling aan overheden art. 5:25e Wft en art. 41 Richtlijn jaarrekeningen.

[11] De jaarrekening, het bestuursverslag en overige gegevens ex art. 2:392 BW moet blijkens art. 2:394 lid 8 BW worden gestuurd naar de Stichting AFM op grond van art. 5:25o lid 1 Wft en art. 5:25o lid 4 Wft. Bij toepassing van art. 2:394 lid 2 BW, eerste volzin, dient er mededeling te worden gedaan aan de Stichting AFM op grond van art. 5:25o lid 2 Wft.

In debat met Van Andel 2024/18.4

18.4 Om welke stukken gaat het bij misleidende financiële verslaggeving?

mr. M.E.C. Lok, datum 07-09-2023

Datum	07-09-2023
Auteur	mr. M.E.C. Lok
JCDI	JCDI:ADS933362:1
Vakgebied(en)	Insolventierecht (V)

Iedere vorm van informatieverstrekking vanuit de vennootschap - ook buiten financiële verslaggeving - kan in theorie onrechtmatig zijn. Bij financiële verslaggeving gaat het vaak om informatie die de vennootschap *moet* verstrekken. De ontvangers hebben een bepaald recht op en belang bij die informatie en ook een recht op en belang bij juiste, niet misleidende informatie. De vraag is daarom welke stukken onder financiële verslaggeving vallen. Ten eerste kan worden gekeken naar de enige wetsbepalingen inzake (civiele) aansprakelijkheid vanwege misleidende financiële verslaggeving: artikel 2:139/150 BW en artikel 2:249/260 BW. Deze bepalingen zien weliswaar specifiek op aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen, maar de stukken die onder deze artikelen vallen, zullen in ieder geval te gelden hebben als misleidende financiële verslaggeving. De wetsartikelen over commissarissen verwijzen alleen naar de jaarrekening.^[1] Die aangaande het bestuur verwijzen ook naar de tussentijdse cijfers en het bestuursverslag.

Het gaat dus om de *jaarrekening* (Titel 9, afd. 2, Boek 2 BW) bestaande uit: (a) de *balans* (Titel 9, afd. 3); (b) de *winst en verliesrekening* (Titel 9, afd. 4); (c) de *toelichting* op de jaarrekening (Titel 9, afd. 5) waarin bijvoorbeeld het verloop van het vermogen en kapitaal gedurende het boekjaar staat opgenomen (art. 2:378 BW) en belangrijke, niet in de balans opgenomen, financiële verplichtingen (art. 2:381 BW), (d) de baten en lasten (art. 2:362 lid 4 BW) en (e) *aanvullende gegevens* waarvan verslag wordt gedaan in de jaarrekening als die nodig zijn om het vereiste inzicht te verkrijgen (art. 2:362 lid 4 BW). Naast de jaarrekening is ook relevant (2) het *bestuursverslag* (art. 2:101/210 BW; 102/212 BW; art. 2:391 BW; art. 1.4.3. Nederlandse Corporate Governance Code 2022), inclusief, voor gedefinieerde rechtspersonen, een verklaring met niet-financiële informatie^[2] en *Corporate governance verklaringen* bij beursvennootschappen die vallen onder het bestuursverslag.^[3] Indien van toepassing, zijn ook de *geconsolideerde cijfers* (art. 2:361 lid 1 en 3 BW) en de *tussentijdse cijfers* of vermogensopstelling relevant. Deze laatste voor zover bekend gemaakt of ter inzage verstrekt (art. 2:139/249 BW; 5:25d lid 1 Wft; art. 2:313/314 BW (bij fusie), art. 2:105/216 BW^[4] (bij dividend)).

De plicht tot financiële verantwoording voor vennootschappen gaat echter verder dan de kaders van artikel 2:139/150 BW en artikel 2:249/260 BW. De mogelijkheid tot misleiding daarmee eveneens. Nu een aansprakelijkheidstelling door een aandeelhouder van de vennootschap niet op voornoemde artikelen zal zijn gebaseerd (hooguit naar analogie), maar eerder op meer algemene rechtsnormen, is aannemelijk dat ook ten aanzien van deze stukken er sprake kan zijn van misleiding. Het kan hier gaan om bijvoorbeeld *overige gegevens* (ex art. 2:392 lid 1 BW), bijvoorbeeld winstbestemming, verliesverwerking, accountantsverklaring, bijzondere zeggenschapsrechten en opgave van een bepaald soort aandelen. Deze gegevens mogen niet in strijd zijn met de jaarrekening of het bestuursverslag (lid 2), hetgeen impliceert dat zij daarvan geen onderdeel zijn.^[5] Ook kan worden gedacht aan de *accountantsverklaring* (art. 2:393 lid 1, 3, 5 BW). Deze wordt weliswaar aan de jaarrekening toegevoegd, maar bevat een onderzoek *naar* de jaarrekening, namelijk of deze het vereiste inzicht geeft ex artikel 2:362 lid 1 BW. De jaarrekening kan niet worden vastgesteld als de algemene vergadering geen kennis heeft kunnen nemen van de aan de jaarrekening toegevoegde verklaring^[6] (art. 2:393 lid 7 BW). Voorts kan worden gedacht aan overige *verklaringen* die niet reeds onder het bestuursverslag of jaarrekening vallen, bijvoorbeeld op grond van artikel 5:25c lid 2 en artikel 5:25d lid 2 Wft.^[7]

Vaak wordt aangenomen dat een schending van de toepasselijke regelgeving een noodzakelijke voorwaarde voor misleiding is. Wat mij betreft hoeft er geen sprake te zijn van een schending van een bijzonder voorschrift van het jaarrekeningrecht. Een schending kan wat mij betreft buiten de toepasselijke regelgeving vallen als vennootschappen vrijwillig aanvullende financiële verslaggeving ter beschikking stellen. Het gaat daarbij mijns inziens om wat de vennootschap daadwerkelijk - verplicht of onverplicht - aan financiële verslaggeving wel of

juist niet verstrekt. Dat kan ook binnen een andere context dan deponering van de jaarrekening, bijvoorbeeld in het kader van financiering of een *turnaroundplan*.^[8] De vraag is of er wel of niet verslaggeving is verstrekt die van invloed is op de mogelijkheid van aandeelhouders om tot een behoorlijke oordeelsvorming te komen ten aanzien van (investerings)beslissingen en uit te oefenen aandeelhoudersrechten. Het kan daarom gaan om opgemaakte, vastgestelde en/of openbaar gemaakte financiële verslaggeving, maar ook om voorlopige en conceptstukken, zoals de concept- of voorlopige jaarrekening. Zolang deze maar op een of andere manier beschikbaar zijn gesteld aan de aandeelhouders.^[9] Ik meen echter wel dat een en ander staat en valt met het vereiste inzicht van artikel 2:362 lid 1 BW en de bepalingen die een getrouw beeld eisen. Ik meen dat voor misleiding vereist is dat dit vereiste inzicht er niet is, zodat er geen getrouw beeld is van de toestand van de vennootschap.

Soms kan het onduidelijk zijn of verstrekte informatie kan worden gekwalificeerd als financiële verslaggeving. Zo staat er geen definitie van tussentijdse cijfers in de wet of de parlementaire geschiedenis. In de wetsgeschiedenis bij artikel 2:139 BW staat wel dat nu artikel 2:105 BW rechtsgevolgen verbindt aan tussentijdse vermogensopstellingen^[10] en nu het verstrekken van tussentijdse cijfers steeds meer ingang vindt, de bestuurdersaansprakelijkheid daarvoor moet worden behandeld op overeenkomstige wijze als voor de jaarrekening.^[11] De rechtbank Amsterdam kwalificeert (deels) via een Excel-bestand geleverde financiële informatie als tussentijdse cijfers.^[12] Het ging om een tussentijds winst- en verliesrekening en budgetten, waaruit concrete financiële kengetallen bleken die beoogden een redelijk nauwkeurig inzicht te geven in de toestand van de groep. De cijfers waren opgesteld specifiek voor de financier en waren zonder enig voorbehoud als juist gepresenteerd. Daarentegen kwalificeerde het hof Den Bosch een kolommenbalans niet als tussentijdse cijfers vanwege het voorlopige karakter daarvan.^[13] Er konden zich namelijk nog correcties voordoen en een toelichting ontbrak. De kolommenbalans was op de dag van de bespreking geprint en als een stuk uit de interne boekhouding gepresenteerd. Toekomstige cijfers, waaronder prognoses, zijn eveneens niet als tussentijdse cijfers gekwalificeerd.^[14] Let wel, het feit dat een stuk niet als financiële verslaggeving in de zin van artikel 2:249 BW kwalificeert, betekent niet dat dit daarmee niet misleidend is in de zin van artikel 6:162 BW. Het moet andersom worden benaderd: als een stuk wel onder artikelen 2:139/150/249/260 BW valt, dan kan dit zeker als misleidende financiële verslaggeving worden gekwalificeerd. Doet het stuk dat niet, dan moet *the extra mile* worden gegaan om alsnog het onrechtmatige karakter vast te stellen.

Voetnoten

[1] De specifieke kwalitatieve aansprakelijkheid van commissarissen vond de wetgever niet passend omdat commissarissen geen doorslaggevende invloed op de inhoud van dit verslag hebben. In de literatuur wordt vaak opgemerkt dat het nog sterk de vraag is in het licht van bijv. de Nederlandse Corporate Governance Code, of deze redenering nog steeds opgaat.

[2] Besluit bekendmaking niet-financiële informatie (*Stb.* 2017,100).

[3] Besluit van 29 augustus 2017 tot wijziging van het Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag (*Stb.* 2004, 747), *Stb.* 2017, 332.

[4] In tegenstelling tot art. 2:105 bevat art. 2:216 BW geen bijzondere regeling voor tussentijdse uitkering, hetgeen impliceert dat er een tussentijdse vermogensopstelling moet worden gemaakt.

[5] J. van Bekkum, *Handboek Jaarrekeningenrecht* (VDHI nr. 164), Deventer: Wolters Kluwer 2020/48.2.2.2 noemt dat voorheen art. 2:392 BW ook materiële informatie omvatte, terwijl het artikel nu beperkt is tot meer technische gegevens die minder ruimte bieden voor misleiding.

[6] Tenzij onder overige gegevens in de jaarrekening een wettige grond wordt medegedeeld waarom de verklaring ontbreekt.

[7] Deze vallen volgens de wetsebepaling wel onder 'de jaarlijkse financiële verslaggeving' maar staan apart vermeld van jaarrekening en bestuursverslag. Art. 2:139 BW verwijst niet naar jaarlijkse verslaggeving maar naar jaarrekening, tussentijdse cijfers en bestuursverslag. Zie verder. D.A.M.H.W. Strik, 'De ondertekening van

de 'in control'-verklaring en financiële verslaggeving naar Nederlands en Amerikaans recht', in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation* 2008-2009 (VDHI, nr. 99), Deventer: Kluwer 2009, p. 152-153

[8] Rb. Noord-Holland 11 april 2018, ECLI:NL:RBNHO:2018:2942, r.o. 4.57.

[9] *Asser/Kroeze* 2-I 2021/573.

[10] Net als bijvoorbeeld art. 5:25d Wft en 2:334g lid 2 BW.

[11] *Kamerstukken II* 1979/80, 15304, nr. 6, p. 38.

[12] Rb. Amsterdam 8 december 2021, ECLI:NL:RBAMS:2021:7044, *RO* 2022/17.

[13] Hof Den Bosch 2 augustus 2011, ECLI:NL:GHSHE:2011:BV8549, *JOR* 2012/72, m.nt. A.D.M. Bras (*Van Valen/Goos-Van Gool*).

[14] Rb. Noord-Holland 11 april 2018, ECLI:NL:RBNHO:2018:2942.

In debat met Van Andel 2024/18.5

18.5 Het vereiste inzicht

mr. M.E.C. Lok, datum 07-09-2023

Datum	07-09-2023
Auteur	mr. M.E.C. Lok
JCDI	JCDI:ADS933262:1
Vakgebied(en)	Insolventierecht (V)

In het kader van financiële verslaggeving is nu stilgestaan bij welke verplichtingen er bestaan, waarom die verplichtingen bestaan en door middel van welke stukken die verslaggeving kan worden gedaan. De vervolgvraag is dan wat uit die stukken moet blijken en op welk moment. De verslaggeving heeft betrekking op de aangegeven verslagperiode, zijnde het boekjaar, een halfjaar of kwartaal. De gegevens moeten daar een goede reflectie van zijn en dus kloppend zijn per einddatum van de verslagperiode. Het moet bovendien kloppen op de datum die op het stuk is vermeld, zoals de balansdatum. Als er nadien belangrijke veranderingen zijn, kan een mededelingsplicht gelden.

Wat moet er uit de verslaggeving blijken? Loopt men door Titel 9 van boek 2 BW dan wordt de rode draad al snel zichtbaar. Het draait om het in artikel 2:362 lid 1 BW vereiste inzicht. De jaarrekening moet “*een zodanig inzicht*” geven volgens “*normen die in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar worden geacht*” dat een “*verantwoord oordeel*” kan worden gevormd. Dat verantwoord oordeel ziet op het vermogen en het resultaat, en, als de aard van de jaarrekening dat toelaat, omtrent de solvabiliteit en liquiditeit. De vraag is: biedt de verslaggeving - in haar totaliteit - het vereiste inzicht? Het belang van het “*voldoende inzicht criterium*” blijkt in het bijzonder uit lid 4 van artikel 2:362 BW. Hieruit volgt dat aanvullende informatieverplichtingen bestaan als dit nodig is om het vereiste inzicht te verwezenlijken.^[1] Ook als die gegevens normaal gesproken volgens de wet achterwege mogen blijven. Gebeurtenissen na balansdatum moeten ook worden vermeld als die belangrijke financiële gevolgen hebben (art. 2:380a BW). Dat geldt ook voor niet in de balans opgenomen regelingen voor zover de openbaarmaking van belangrijke risico's of voordelen daarvan noodzakelijk is voor de beoordeling van de financiële toestand (art. 2:381 lid 2 BW). Posten en vermeldingen hoeven niet te worden genoemd als zij in het geheel van te verwaarlozen betekenis zijn voor het vereiste inzicht (art. 2:363 lid

3 BW).[²] Als het echter noodzakelijk is om gegevens juist niet te noemen om het vereiste inzicht te verkrijgen, dan moet de vennootschap zelfs worden afgeweken van de voorschriften in Titel 9. Het vereiste inzicht heeft dus - holistisch benaderd - voorrang boven andere voorschriften.[³]

Een verantwoord oordeel is natuurlijk een nogal breed en voor uitleg vatbaar begrip. Nadere invulling wordt gegeven in lid 2 en 3 van artikel 2:362 BW, waarin staat dat de balans en de winst- en verliesrekening, beide met toelichting, *eengetrouw, duidelijk en stelselmatig* moeten geven van de grootte van het vermogen en zijn samenstelling, respectievelijk van het resultaat en de posten van baten en lasten waarop die is gebaseerd. De term stelselmatig zou zien op de samenhang, het rangschikken en de gekozen waarderingsgrondslagen voor verwante posten.[⁴] Dit 'getrouwe beeld' zien we ook elders terugkomen, bijvoorbeeld in artikel 2:391 lid 1 BW. Hieruit volgt dat het bestuursverslag een evenwichtige en volledige analyse van de toestand moet weergeven.

Ook uit overweging 9 en 26, artikelen 4, 9 en 19 van de jaarrekeningrichtlijn volgt dat de jaarlijkse financiële overzichten en het bestuursverslag, een *getrouw beeld* moeten geven van de financiële positie, het vermogen en het resultaat van de vennootschap. Volgens de Hoge Raad zijn de Richtlijnen van de Raad voor de Jaarverslaggeving, ondanks dat zij geen wet zijn, wel een belangrijk oriëntatiepunt en gezaghebbende kenbron voor wat in het concrete geval als aanvaardbaar heeft te gelden voor waarderingsgrondslagen.[⁵] Als de waarderingsgrondslagen stroken met die voorschriften, dan *kan* dat een belangrijke aanwijzing vormen dat het vereiste inzicht is verschaft en dat de beoordelingsruimte bij de keuze voor de waardering van bepaalde posten niet is overschreden.

Artikel 1.4.3 van de Nederlandse Corporate Governance Code 2022 bepaalt ook dat het bestuursverslag in voldoende mate *inzicht* moet geven. Ook moet het bestuur verklaren dat de financiële verslaggeving geen onjuistheden van materieel belang bevat. Materiële risico's en onzekerheden moeten worden vermeld voor zover relevant met het oog op de continuïteit.[⁶] Artikel 5 Besluit transparantie uitgevende instellingen Wft bepaalt verder nog voor uitgevende instellingen dat gereguleerde informatie volledig en onbewerkt moet zijn en dat dit een *correcte en tijdige inschatting van het publiek* mogelijk moet maken.

Een vennootschap kan de jaarrekening opstellen volgens de door de International Accounting Standards Board (IASB) vastgestelde en door de Europese Commissie goedgekeurde standaarden.[⁷] Het gaat hier om IAS (International Accounting Standards)/IFRS (International financial Reporting Standards) en de IFRIC-interpretaties.[⁸] Sinds 2005 is de IFRS voor beursvennootschappen verplicht. De IFRS lijkt minder ruimte te bieden voor beoordelingsvrijheid.[⁹] De IAS en IFRS zijn echter geen volledige vervanging voor Titel 9, boek 2 BW. Titel 9 en de jaarrekeningrichtlijn blijven gelden voor de onderwerpen die niet gedekt zijn.[¹⁰] Grotere ondernemingen en hun ketens krijgen bovendien te maken met verdergaande informatieverplichtingen over mens en maatschappij op basis van Europese regelgeving. Bijvoorbeeld de Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) dat betrekking heeft op externe verslaggeving en in het bijzonder duurzaamheidskwantitaties.[¹¹] Ook kan worden gedacht aan de (nog niet definitieve) Corporate Sustainability Due Dilligence Directive (CSDDD).[¹²]

Voetnoten

[1] HR 12 februari 1992, ECLI:NL:HR:1992:AC2375, NJ 1992/439, m.nt. J.M.M. Maeijer: lid 4 kan niet worden ingeroepen om meer informatie te eisen als de wet een uitputtende regel geeft, zoals in art. 2:380 BW.

[2] Uitzonderingen zijn de vermeldingen in art. 2:378, 382 en 383 BW die niet achterwege mogen blijven.

[3] Zie Hof Amsterdam (OK) 28 januari 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:310, JOR 2019/106, m.nt. Hijink (Jaarrekeningsprocedure) waarbij verkochte maar nog niet geleverde aandelen niet tot het eigen vermogen mochten worden gerekend vanwege het vereiste inzicht.

[4] *Kamerstukken II* 1967/68, 9595, nr. 3, p. 13.

[5] HR 10 februari 2006, ECLI:NL:HR:2006:AU7473, NJ 2006/241, m.nt. J.M.M. Maeijer (*KPN/Stichting Sobi*).

- [6] A.C.W. Pijls, *Handboek Jaarrekeningenrecht* (VDHI nr. 164), Deventer: Wolters Kluwer 2020/49.3.4
- [7] In dat geval is de Titel 9 van boek 2 BW slechts gedeeltelijk van toepassing (lid 9).
- [8] Officiële interpretaties van standaarden, zie Verordening (EG) 1073/2005, *PbEU* 2005, L 175.
- [9] J.B.S. Hijink, 'Hoge Raad 24 april 2009 inzake AFM/Spyker Cars: rem op het toezicht op financiële verslaggeving (?)', *WPNR* 2009/6806, p. 590
- [10] Waaronder ook het bestuursverslag en de openbaarmakingvereisten; E.D.G. Kiersch, commentaar op art. 2:362 BW in: H.B. Krans, C.J.J.M. Stolker & W.L. Valk (red.), *Tekst & Commentaar Burgerlijk Wetboek*, Deventer: Wolters Kluwer 2023.
- [11] Richtlijn (EU) 2022/2464 is op 5 januari 2023 van kracht geworden. De European Sustainability Reporting Standards (ESRS) zijn op 31 juli 2023 aangenomen voor alle ondernemingen die onder de CSRD vallen.
- [12] Het Europese Parlement heeft op 1 juni 2023 ingestemd met de CSDDD. Er is echter nog geen overeenstemming over de definitieve tekst. www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2023-0184_EN.pdf.

In debat met Van Andel 2024/18.6

18.6 Wanneer is verslaggeving misleidend?

mr. M.E.C. Lok, datum 07-09-2023

Datum	07-09-2023
Auteur	mr. M.E.C. Lok
JCDI	JCDI:ADS933297:1
Vakgebied(en)	Insolventierecht (V)

Nu is besproken wat wél moet, komen we bij de vraag wat niet mag: de misleiding. Uit jurisprudentie bij artikelen 2:139/150 en 2:249/260 BW valt op te maken dat hiervan sprake is wanneer door financiële verslaggeving niet het vereiste inzicht wordt verstrekt, maar er een te gunstig of te ongunstig beeld wordt geschetst van de toestand van de vennootschap. Daarbij moet gekeken worden naar wat de wet voorschrijft en volgens maatschappelijk aanvaarde verkeersnormen betamelijk is, zoals ook volgt uit artikel 2:362 lid 1 BW.^[1] Als de jaarrekening geen getrouw beeld geeft van de financiële positie, het vermogen en het resultaat van de vennootschap, dan geeft die jaarrekening een misleidende voorstelling van de toestand van de vennootschap.^[2] Relevant is ook of waarderingen en schattingen en afwijkingen van (ook IFRS) voorschriften aanvaardbaar zijn.^[3] Voorop staat dat de uitleg en toepassing van de bepalingen ertoe leiden dat de verslaggeving in totaliteit het vereiste inzicht verschaft en een getrouw beeld geeft van het vermogen en van het resultaat.

Voor wie moet de verslaggeving misleidend zijn? Volgens A.C.W. Pijls dient objectief te worden gekeken of het handelen van de (functionarissen van) de vennootschap op een Maatmangebruiker was afgestemd en of deze Maatman op het verkeerde been werd gezet.^[4] Het moet gaan om een gemiddelde, omzichtige, oplettende aandeelhouder.^[5] Enige mate van objectivering is denk ik noodzakelijk. Het moet gaan om wat redelijkerwijs kan worden afgeleid uit de verslaggeving en of zo het vereiste inzicht wordt verschaft. Enige verdieping in de cijfers en kennis van verslaggeving mag wel worden verwacht, zeker bij de grotere beursondernemingen. Het hoeft geen Nijntje taal te zijn. Tegelijkertijd kan men zich er ook niet achter verschuilen als essentiële informatie zodanig verhuld is opgenomen, dat het er net zo goed niet had kunnen staan. De Maatman dient

wat mij betreft alleen als ondergrens. Als een aandeelhouder zelf afdoende kennis heeft of heeft ingeschakeld om de jaarrekening op waarde in te schatten, dan kan dit van invloed zijn.^[6]

Moet een aandeelhouder daadwerkelijk en persoonlijk zijn beïnvloed door de misleiding? Voor zover een aandeelhouder op de hoogte is dat de financiële stukken niet kloppen, geldt dat er van daadwerkelijke misleiding geen sprake is.^[7] Hoe zit het als de aandeelhouder helemaal niet op de hoogte is van de verslaggeving? Is daarbij nog relevant wat de aandeelhouder vordert: het te veel betaalde bedrag of wordt gesteld dat de aandeelhouder anders überhaupt niet zou hebben geïnvesteerd?^[8] Van Andel en Rutten en Van Bakkum menen dat het niet relevant is of een (toetredende) belegger daadwerkelijk is afgegaan op de misleidende financiële verslaggeving.^[9] Dit omdat deze ook een te hoog bedrag betaalt voor de vermogensrechten als zij geen kennisnemen van de financiële verslaggeving. De koers wordt immers bepaald op basis van alle openbare informatie waaronder de financiële stukken. De misleidende informatie drijft de beurskoers dus omhoog, onafhankelijk van de vraag of de aandeelhouder de stukken heeft gezien. Zonder de misleiding zou de prijs lager zijn. Daarmee staat het *condicio sine qua non*-verband volgens hen vast. Voor hen spreken de *Landis*-uitspraak^[10] en de Richtlijnen van de Raad voor de Jaarverslaggeving. In de Richtlijnen staat (103): “*Bij de afweging of sprake is van een materiële fout beoordeelt de rechtspersoon of de weglating of onjuiste weergave van posten, afzonderlijk of gezamenlijk, de economische beslissingen die gebruikers op basis van de jaarrekening nemen, zou kunnen beïnvloeden.*” Dit lijkt geobjectiveerd en sluit aan bij “Maatman” jurisprudentie voor prospectusaansprakelijkheid, alwaar nodig is dat de mededeling de beleggers misleidt of *kan* misleiden en door haar misleidende karakter hun economische gedrag *kan* beïnvloeden en dus van materieel belang is.^[11]

Ik ben nog niet volledig overtuigd. Ik zie geen aanleiding om voor beursgenoteerde ondernemingen een andere maatstaf te hanteren bij het vaststellen van causaal verband dan bij ander type ondernemingen.^[12] De *Landis*-uitspraak is niet maatgevend nu er beperkt is gesteld in deze zaak.^[13] Bovendien zijn de beleggers die geen kennis hebben genomen van de verslaggeving in feite misleid door de beurskoers en niet door de misleidende verslaggeving.^[14] Zonder de misleidende voorstelling hadden zij de effecten mogelijk ook gekocht, en kennelijk ook tegen een hoge prijs, nu zij de verslaggeving zelf niet de moeite waard vonden om te bestuderen. De International Accounting Standards Board (IASB) gaan uit van de situatie dat: “[...] *redelijkerwijze mag worden verwacht dat weglating, onjuiste weergave of versluiering*^[15] *daarvan van invloed zal zijn op beslissingen [...].*” De redelijke verwachting moet dus wel bestaan dat het gedrag *daadwerkelijk* wordt beïnvloed. Dat geldt niet voor aandeelhouders die de stukken niet bekijken. Ook in de noot onder VEB/Fokker wordt door Van Nielen benoemd dat voor aansprakelijkheid relevant is of de belanghebbende daadwerkelijk is afgegaan op de misleidende financiële verslaggeving.^[16]

De schade staat wat mij betreft misschien wel vast want de aandelen waren in feite minder waard, maar het causaal verband tussen de misleiding en de schade niet. De onrechtmatige misleidende gedraging zelf staat niet in direct verband met het kopen van de aandelen als er niet is gekeken naar de financiële verslaggeving. Er is misschien wel misleiding, maar niet van de betreffende aandeelhouder. Dit volgt ook uit een uitspraak van het hof Arnhem-Leeuwarden waar een stelde dat het bestuur onjuiste cijfers had gepresenteerd waardoor de slechte financiële situatie werd verhuld en de schijn van kredietwaardigheid c.q. bestaansrecht werd gewekt, ofwel ‘*window dressing*’.^[17] De aandeelhouder had het merendeel van de misleidende jaarrekeningen niet gezien. Als er al sprake is van foutieve informatie in de jaarstukken, kan de aandeelhouder daardoor volgens het hof niet zijn misleid en kan hij ook niet als gevolg van die foutieve informatie schade hebben geleden.

In welke mate moet een aandeelhouder worden geraakt door de misleiding? Er moet mijns inziens sprake zijn van een materiele onjuistheid of onvolledigheid die buiten de grenzen van de beoordelingsvrijheid valt. Verslaggeving is in belangrijke mate afhankelijk van de gekozen waarderingsgrondslagen en modellen en technieken, standaarden en inschattingen en aannames en onzekerheden. De beoordelings- en keuzevrijheid bij het inrichten van de jaarrekening is daarom een belangrijk uitgangspunt.^[18] Een Nederlandse en Europese doelstelling is blijkens de genoemde richtlijnen bovendien om transparantie te vergroten. Hiermee strookt niet een cultuur van bestuurders en commissarissen die terughoudend informatie verstrekken omdat zij bij iedere onjuiste inschatting of fout moeten vrezen met omkering van de bewijslast ex artikelen 2:139/150/249/260 BW. In een zaak voor de rechtbank Rotterdam stelde een curator dat jaarrekeningen een onjuist, ontrouw en misleidend beeld geven van de vermogenspositie.^[19] Er zijn uitkeringen gedaan die volgens de curator niet mogelijk waren als bij het opstellen en vaststellen van de jaarrekeningen de toepasselijke wet- en regelgeving

was toegepast. Er is echter geen misleidende verslaggeving. De rechtbank overwoog dat als op details wordt ingezoomd, achteraf bezien mogelijk kan worden vastgesteld dat het bestuur of de bestuurder(s) niet altijd op de best mogelijke wijze heeft gehandeld en/of de best denkbare beslissing op een bepaald moment heeft genomen. Dat was onvoldoende grond voor aansprakelijkheid. Van misleidende jaarrekeningen is geen sprake.

Dit alles brengt mee dat niet iedere onjuiste inschatting, afweging, ongenueanceerde mededeling of lastig te verantwoorden aanneme leidt tot de kwalificatie misleidende verslaggeving. Het niet voldoen aan een of meer voorschriften uit bijvoorbeeld Titel 9 BW hoeft ook niet automatisch te leiden tot de kwalificatie misleiding. Aanprijzingen in algemene bewoordingen, ook al zijn ze onwaar, of overdrijvingen leveren wat mij betreft geen misleiding op, net zoals zij geen bedrog ex artikel 3:44 BW opleveren. Naarmate de onjuiste mededelingen specifiek zijn, des te eerder is er sprake van misleiding. Een verzwijging wordt in het kader van bedrog relevant als er een spreekplicht was. Dat geldt mijns inziens ook voor misleiding.^[20] De spreekplicht bij financiële verslaggeving is daar waar dit nodig is om het vereiste inzicht in en een getrouw beeld van de toestand van de rechtspersoon te geven. Een schending daarvan kan tot aansprakelijkheid leiden. Een gegeven uit de jaarrekening kan echter totaal onjuist of verzwegen zijn, maar van dusdanige ondergeschikte betekenis dat dit geen enkele impact heeft en dus niet tot misleiding heeft kunnen leiden. Zelfs het steeds opnieuw maken van ondergeschikte fouten hoeft niet in de weg te staan aan een getrouw beeld, mits de vennootschap toezegt het in de toekomst beter te doen.^[21] De mate van misleiding zal ook afhangen van het stuk. Het bestuursverslag is minder concreet omschreven dan de jaarrekening. Die ruimte brengt ook weer een bepaalde mate van vrijheid met zich. Keuzeruimte betekent dat misleiding minder snel zal worden aangenomen, maar het betekent ook meer ruimte voor misleiding en beïnvloeding dan een relatief gesloten norm.^[22] De beoordelingsvrijheid - en de *margin for error* - is vanzelfsprekend groter als de verslaggeving ziet op onzekere of toekomstige factoren. Er kan hierbij ook worden gekeken naar de betekenis van het stuk met het oog van de omschreven ratio van het recht op inlichtingen. In de parlementaire geschiedenis staat, bijvoorbeeld, dat het verslag inzake winstbelasting niet onder misleidende verslaggeving valt in de zin van artikelen 2:139/150 en 2:249/260 BW. De redenering is dat aandeelhouders niet snel op basis van dit verslag beslissingen zullen nemen. De beperkte cijfers die in het verslag staan zijn onvoldoende om investeringsbeslissingen en dergelijke op te baseren.^[23] Overigens wordt ook in de parlementaire geschiedenis opgemerkt dat als het verslag inzake de winstbelasting niettemin misleidend is, in theorie toch nog wel een beroep op onrechtmatige daad kan worden gedaan, als er schade uit die misleiding voortvloeit. Dan wordt het belang van de aandeelhouder vanwege die schade immers alsnog geraakt. Volgens de minister voor Rechtsbescherming, F.M. Weervind, zou een dergelijke vordering vooral tegen de vennootschap (moeten) worden ingesteld.

Van Dale omschrijft misleiden als bedriegen. Bedrog wordt door Van Dale gedefinieerd als het opzettelijk wekken van onjuiste voorstellingen. Civielrechtelijk bedrog is volgens artikel 3:44 BW aanwezig als iemand een ander tot het verrichten van een bepaalde rechtshandeling beweegt door enige opzettelijk daartoe gedane onjuiste mededeling, door het opzettelijk daartoe verzwijgen van enig feit dat de verzwijger verplicht was mede te delen, of door een andere kunstgreep. Bij het strafrechtelijke begrip van bedrog gaat het erom dat door 'het verspreiden van een leugenachtig bericht, de prijs van 'koopwaren, fondsen of geldswaardig papier' stijgt of daalt, met het doel zichzelf of een ander te bevoordelen (art. 334 Sr). Bestuurders en commissarissen kunnen zich geconfronteerd kunnen zien met geldboetes of gevangenisstraf als zij opzettelijk een *onware* staat of balans, winst- en verliesrekening, staat van baten en lasten of toelichting op die stukken openbaar maken of die openbaarmaking toelaten (art. 336 Sr). Een schending van artikel 2:394 lid 3 BW kwalificeert bovendien als economisch delict op grond van artikel 1 onder lid 4 WED. Afhankelijk van de omstandigheden kan valsheid met geschriften ook een rol spelen (art. 225 e.v. Sr). Het gaat hier steeds om opzettelijke onjuistheden en de gevolgen daarvan.

In *Ahold* oordeelde het hof Amsterdam inzake een strafrechtelijke procedure over balansbedrog en valsheid in geschrifte, dat de jaarrekening onjuist was en onwaar was als in strijd met artikel 2:362 BW leden 1-3 is gehandeld of als de jaarrekening niet beantwoordt aan de volgens het maatschappelijk verkeer aanvaardbare normen.^[24] Het hof overwoog dat de toetsingsbevoegdheid van de strafrechter niet verdergaat dan die van de Ondernemingskamer. Als een civiele rechter een jaarrekening onjuist oordeelt, dan geldt dat ook in strafrechtelijke zin en andersom. De vraag is of opzet ook aanvullend vereist is bij aansprakelijkheid vanwege

misleidende financiële verslaggeving. In de toelichting bij de implementatiewet van Richtlijn 77/91/EEG, *PbEG* 1977, L 26 staat dat: “*de lezer erop (...) [moet] kunnen vertrouwen dat het bestuur zo voorzichtig is, dat de cijfers geen welbewust scheve voorstelling van de toestand van de vennootschap geven*”.^[25] In de oudere wetgeschiedenis spreekt men over een “*culpose onwaarheid in de balans*”.^[26] Pijls meent dat ‘welbewust’ duidt op een opzetvereiste. Hij verwijst daarbij naar artikel 336 Sr en *Lindenbaum/Cohen*. Daar is iets voor te zeggen, al is het maar omdat de definitie van het woord misleiding in de kern al een bepaalde vorm van bewust handelen in zich heeft. Uit de jurisprudentie blijkt ook dat dit oogmerk herhaaldelijk wordt aangehaald. Toch hoeft opzet of oogmerk, anders dan bij artikelen 3:44 BW, 334 Sr of 336 Sr, mijns inziens niet apart of aanvullend te worden bewezen.^[27]

Hetzelfde geldt voor aanvullende schuld of verwijtbaarheid. Er kan een vergelijking worden getrokken tussen artikelen 2:139 en 2:249 BW enerzijds en artikelen 2:9 BW en 2:248 anderzijds.^[28] Het gaat in beide gevallen om een open toetsingsnorm. Er moet daarom rekening worden gehouden met alle relevante omstandigheden, net als bij onrechtmatige daad.^[29] Zowel de rechtbank Noord-Nederland als de rechtbank Midden-Nederland oordeelden inzake artikel 2:249 BW als volgt: “*voor deze aansprakelijkheid is geen (aanvullende) schuld in termen van een (al dan niet: ernstig) verwijt aan het adres van de bestuurders vereist; het enkele misleidend zijn van de jaarrekening zelf impliceert het verwijt, en daarmee is de aansprakelijkheid in beginsel gegeven*”. Beide rechtbanken overwegen dat dit heersende leer is.^[30] Volgens beide rechtbanken is verwijt dus geen apart vereiste bij de vraag of er sprake is van misleiding.^[31] Bij de beoordeling of financiële verslaggeving misleidend is, hoort niet te worden getoetst aan de mate van verwijtbaarheid van de individuele betrokkenen.^[32] In de term misleidend ligt volgens de minister namelijk het element van verwijtbaarheid al besloten, net zoals dat bij onbehoorlijk bestuur het geval is.^[33] Schuld aan het openbaar maken van die misleidende verslaggeving wordt dus verondersteld, behoudens dat een aansprakelijkgestelde tegenbewijs van de veronderstelde schuld kan leveren.^[34] Aan een dergelijk disculpatieberoep worden hoge eisen gesteld, juist vanwege het feit dat bij invulling van de open norm de omstandigheden al zijn betrokken. Dan kan nog worden gesteld dat opzet of verwijtbaarheid moet worden vastgesteld om überhaupt tot de conclusie misleiding te komen. Ik meen dat dit is hoe dit veelal in de rechtspraak wordt toegepast. Ik meen echter dat dit niet juist is.

Zoals Pijls het verwoord: “*financiële verslaggeving is misleidend of zij is dat niet, en zij wordt niet meer of minder misleidend al naar gelang de (functionarissen van de) [...] vennootschap [...] een verwijt kan worden maakt*”.^[35] Daar ben ik het mee eens, althans in die zin dat ik meen dat *als* er sprake is van verslaggeving die dusdanig onjuist of onvolledig is dat het vereiste inzicht er niet is en dat van een getrouw beeld geen sprake is, dat de schuld hiermee gegeven is. Dit mede gelet op het vereiste van materialiteit, de administratieverplichtingen, de gezamenlijke verantwoordelijkheid van het collegiaal bestuur en toerekening aan de vennootschap. Dit alles maakt dat niet snel mag worden geconcludeerd dat er sprake is van misleidende verslaggeving. Van vrijwel onbeperkte aansprakelijkheid of onredelijke uitkomsten, zoals Holtzer stelt, is wat mij betreft daarom geen sprake. Dat wordt niet anders als aandeelhouders betrokken zijn bij de onderneming; zij hebben immers in eerste plaats recht op verantwoording via verslaggeving, waarbij zij niet worden misleid. Op opzet en verwijtbaarheid in het kader van de onrechtmatige daad kom ik hieronder terug.

Voetnoten

[1] J.B. Huizink in: *GS Rechtspersonen*, art. 2:249 BW, aant. 4.2.

[2] *Asser/Kroeze* 2-I 2021/567.

[3] HR 24 april 2009, ECLI:NL:HR:2009:BG879 (*AFM/Spyker*) (Jaarrekeningprocedure).

[4] A.C.W. Pijls, ‘Civielrechtelijke aansprakelijkheid voor misleidende financiële verslaggeving’, *TvOB* 2020/5, p. 154 e.v.; A.C.W. Pijls, *Handboek Jaarrekeningenrecht* (VDHI nr. 164), Deventer: Wolters Kluwer 2020/49.3.4. Zie ook Rb. Noord-Nederland 19 augustus 2020, ECLI:NL:RBNNE:2020:2860; Y. Borrius c.s., ‘Andere onrechtmatige-daadcategorieën’, *Vereniging Corporate Litigation 2020-2021* (VDHI nr. 172) 2021/I.1.4.6

- [5] J. van Bakkum, *Handboek Jaarrekeningenrecht* (VDHI nr. 164) 2020/48.2.2.5.
- [6] Rb. Midden-Nederland 18 december 2019, ECLI:NL:RBMNE:2019:6342, r.o. 2.28, *JOR* 2020/104, m.nt. J.M. Atema (*Mondriaan/PWC*) aangaande het voor Van Andel bekende E-concern.
- [7] Rb. Noord-Holland 11 april 2018, ECLI:NL:RBNHO:2018:2942, r.o. 4.58.
- [8] A.C.W. Pijls, 'Probleemstelling: is voor het aannemen van causaal verband steeds vereist dat de belegger (direct of indirect) op de misleidende informatie is afgegaan?', in: *De vele gezichten van Maarten Kroeze's 'bange bestuurders'* (IVOR nr. 104) Deventer: Wolters Kluwer 2017/II.33.2.
- [9] J. van Bakkum, *Handboek Jaarrekeningenrecht* (VDHI nr. 164), Deventer, Wolters Kluwer 2020/48.2.2.7.
- [10] Rb. Noord-Nederland 28 oktober 2015, ECLI:NL:RBNNE:2015:4964 (*VEB/Landis*).
- [11] HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (*VEB/World Online*). Volgens Pijls is dit toepasbaar, waarbij het niet gaat om economisch gedrag van gemiddelde belegger maar om economisch gedrag gemiddelde gebruiker van de jaarrekening. 49.3.5
- [12] Ook Huizink meent dat de World Online beslissing zich op dat punt niet laat extrapoleren naar aansprakelijkheid voor fouten in de jaarrekening. J.B. Huizink, 'Aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen voor fouten in de jaarrekening', *Tijdschrift voor Jaarrekeningenrecht Verslaggeving, accountancy en toezicht* 2018 nr. 6.
- [13] Zie voor een toelichting B.J. de Jong, 'Schade door misleiding op de effectenmarkt revisited', *Ondernemingsrecht* 2016/25 p. 126. Zie ook L J.B. Huizink, 'Aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen voor fouten in de jaarrekening', *Tijdschrift voor Jaarrekeningenrecht Verslaggeving, accountancy en toezicht* 2018 nr. 6.
- [14] Die beurskoers kan wel zijn beïnvloed door aandeelhouders die wel kennis hebben genomen van de verslaggeving.
- [15] 'Informatie wordt versluierd als deze op zodanige wijze wordt meegedeeld dat dit eenzelfde effect op primaire gebruikers van de jaarrekening sorteert als weglating of onjuiste weergave van de informatie in kwestie.'
- [16] Rb. Amsterdam 27 november 2002, *JOR* 2003/28, m.nt. W.J.B. van Nielen (*Fokker*).
- [17] Hof Arnhem-Leeuwarden 25 juli 2017, ECLI:NL:GHARL:2017:6467
- [18] *Asser/Maeijer & Kroeze 2-I** 2015/515 sub g; HR 24 april 2009, ECLI:NL:HR:2009:BG8790, *JOR* 2009/188, m.nt. P.N. Ploeger (*AFM/Spyker*).
- [19] Rb. Rotterdam 13 mei 2020, ECLI:NL:RBROT:2020:4400, *JOR* 2021/7, m.nt. C.J.A. van Geffen.
- [20] Zie voor verzwijging in kader van misleiding: Rb. Amsterdam 13 februari 2019, ECLI:NL:RBAMS:2019:807 (*Fairstar/Adkins*).
- [21] HR 24 april 2009, ECLI:NL:HR:2009:BG879 (*AFM/Spyker*) (Jaarrekeningprocedure) en HR 21 januari 2011, ECLI:NL:HR:BN8852, *NJ* 2011/352, m.nt. Beckman. Zie ook E.D.G. Kiersch, commentaar op art. 2:362 BW in: H.B. Krans, C.J.J.M. Stolker & W.L. Valk (red.), *Tekst & Commentaar Burgerlijk Wetboek*, Deventer: Wolters Kluwer 2023.
- [22] HR 10 februari 2006, *NJ* 2006/241, m.nt. P.M. van der Zanden; *JOR* 2006/94, m.nt. J.M.M. Maeijer (par. 2) (*KPN/SOBI*).
- [23] *Kamerstukken II* 2022/23, 36157, nr. 6 (NnavV).

- [24] Hof Amsterdam 28 januari 2009, ECLI:GHAMS:2009:BH1789, NJ 2010/443, m.nt. J.M. Reijntjes (*Ahold*). *Asser/Kroeze 2-I* 2021/573.
- [25] [Kamerstukken II 1979/80, 15304, nr. 6](#), p. 38.
- [26] Van der Heijden, *Handboek voor de naamloze en besloten vennootschap*, Zwolle: [uitgever], 1992, p. 474.
- [27] Rb. Amsterdam 8 december 2021, ECLI:NL:RBAMS:2021:7044, RO 2022/17; A.G. de Neve, 'Jurisprudentieoverzicht 2021', *Tijdschrift voor Jaarrekeningenrecht, Verslaggeving, accountancy en toezicht* 2022 nr. 4. Zie ook literatuurverwijzingen in Van Andel en Rutten (voetnoot 20).
- [28] Zie M. Holtzer, 'Balansaansprakelijkheid is geen risicoaansprakelijkheid' in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2021-2022* (VDHI nr. 178), Deventer: Wolters Kluwer 2022/II.6.5:II.6 voor visie op disculpatie bij onbehoorlijk bestuur en verband met bewijsomkering bij misleidende verslaggeving.
- [29] W.A. Westenbroek, 'Reactie op "Bestuurdersaansprakelijkheid bij BV's tien jaar later" van prof. mr. H.E. Boschma en prof. mr. J.B. Wezeman, WPNR 2022/7390"', WPNR 2023/7400.
- [30] Rb. Midden-Nederland 22 januari 2014, ECLI:NL:RBMNE:2014:116, RO 2014/34 (*Bruil*) en Rb. Noord-Nederland 19 augustus 2020, ECLI:NL:RBNNE:2020:2860. De rechter verwijst voor heersende leer naar: *Asser/Maeijer/Van Solinge/Nieuwe Weme 2-II** 2009/470, M.J. Kroeze, 'Bange bestuurders', OR 2006/3; D.A.M.H.W. Strik, 'Aansprakelijkheid voor financiële verslaggeving in het licht van de Transparantierichtlijn', OR 2005/48 en Assink/Slagter 2013, p. 1096-1097.
- [31] M. Holtzer meent dat voor misleiding eerst opzet, een culpoze onwaarheid of een welbewust scheve voorstelling moet worden vastgesteld en dat er dus ook daar geen sprake is van risicoaansprakelijkheid. Zie M. Holtzer in 'Balansaansprakelijkheid is geen risico aansprakelijkheid', *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2021-2022* (VDHI nr. 178), Deventer: Wolters Kluwer 2022/II.6.
- [32] Verwijtbaarheid speelt hier in beginsel geen rol: A.C.W. Pijls, 'Civielrechtelijke aansprakelijkheid voor misleidende financiële verslaggeving', TvOB 2020/5, p. 154 e.v. Zie ook Rb. Noord-Nederland 19 augustus 2020, ECLI:NL:RBNNE:2020:2860; Y. Borrius c.s., 'Andere onrechtmatige-daadcategorieën', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2020-2021* (VDHI nr. 172), Deventer: Wolters Kluwer 2021/I.1.4.6.
- [33] [Kamerstukken II 1983/84, 16631, nr. 6](#), p. 4 (MvA).
- [34] H. Beckman, 'Quasi risicoaansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen voor financiële verslaggeving', *Ondernemingsrecht* 2012/37.
- [35] A.C.W. Pijls, *Handboek Jaarrekeningenrecht* (VDHI nr. 164), Deventer: Wolters Kluwer 2020/49.3.4. Ook Huizink schrijft: "[...] dat een jaarrekening ofwel misleidend is of niet". J.B. Huizink, 'Aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen voor fouten in de jaarrekening', *Tijdschrift voor Jaarrekeningenrecht Verslaggeving, accountancy en toezicht* 2018 nr. 6.

In debat met Van Andel 2024/18.7

18.7 Kan de vennootschap worden aangesproken?

mr. M.E.C. Lok, datum 07-09-2023

Datum

07-09-2023

Wil men aankloppen bij de vennootschap, dan moet sprake zijn van een handelen van de vennootschap. De vennootschap neemt deel aan het maatschappelijk verkeer (art. 2:5 BW jo. art. 3:32 BW)^[1] en kan zelfs strafrechtelijk worden aangesproken (art. 51 Sr.).^[2] Empirisch kennen we echter, zoals Zevenbergen schrijft, alleen “*Jan, Piet of Klaas*”.^[3] Natuurlijke personen (bestuurders) bepalen hoe de vennootschap zich in het rechtsverkeer beweegt. Het zijn hun gedragingen en nalaten^[4] die worden toegerekend aan de vennootschap alsof ze die zelf heeft uitgevoerd.

De verplichtingen inzake het openbaar maken van financiële verslaggeving rusten op de vennootschap. Zij legt bovendien de opgemaakte stukken vanaf de oproep voor de vergadering ter inzage aan aandeelhouders (art. 2:102/212 BW). De tussentijdse cijfers worden door de vennootschap bekend gemaakt (art. 2:139/249 BW). Bij uitgevende instellingen stelt de vennootschap volgens de Wft de stukken algemeen verkrijgbaar. De wet gaat dus uit van een handelen van de vennootschap.^[5] Dat is in het buitenland anders volgens Rutten en Van Andel, waar de verplichtingen juist veelal (alleen) op de bestuurders rusten. Nu het in Nederland handelen van de vennootschap betreft, kunnen daarmee verband houdende aansprakelijkheidsvorderingen in ieder geval ook tegen de vennootschap worden ingesteld. Sterker nog, als een vennootschap een onrechtmatige daad pleegt, is uitgangspunt juist dat allereerst de vennootschap daarvoor aansprakelijk is.^[6] Slechts onder bijzondere omstandigheden is daarnaast ruimte voor aansprakelijkheid van een bestuurder/commissaris. Dit wordt gerechtvaardigd omdat primair sprake is van handelingen van de vennootschap.^[7] Voor misleidende verslaggeving kent de wet een bijzondere bepaling voor de bestuurder/commissaris (art. 2:139 en 2:150 /249 en 260 BW). Denk ook aan de bijzondere aansprakelijkheidsbepaling bij dividend (art. 2:216 lid 2 BW) of bij onbehoorlijk bestuur in faillissement bij schending deponeringsplicht (art. 2:138/248 BW j. 2:394 BW). Daarmee wordt de aansprakelijkheid van de vennootschap echter nog niet beperkt of uitgesloten. De wet noch de parlementaire geschiedenis sluiten een beroep op de meer algemene aansprakelijkheidsgronden uit.

Naast de op de vennootschap rustende verplichtingen, rust er een aantal algemene en specifieke verantwoordelijkheden op bestuurders en commissarissen die bij misleidende verslaggeving relevant kunnen zijn. De bestuurders dienen zich op zorgvuldige wijze te gedragen, intern jegens de vennootschap (bijv. art. 2:8 BW, art. 2:9 BW, 2:129/239 lid 5 BW), de daarbij betrokken belanghebbenden (bijv. 2:8 BW) en jegens derden (bijv. art. 6:162 BW). Op grond van artikel 2:10 BW moet de administratie op een zodanige wijze worden gevoerd, dat te allen tijde de rechten en verplichtingen van de rechtspersoon kunnen worden gekend. De wijze waarop kan verschillen naar gelang de aard en opzet en organisatie van de onderneming.^[8] De administratie moet echter een redelijk inzicht geven in de vermogenspositie.^[9] Als de bestuurder zijn taak niet vervult, is het goed denkbaar dat dit resulteert in een misleidende voorstelling van zaken in financiële verslaggeving. Bestuurders kunnen bij de onderlinge taakverdeling de algemene financiële gang van zaken niet weg delegeren of zich erachter verschuilen dat zij niet over de nodige kennis beschikken. Er heerst collectieve verantwoordelijkheid. In de omschreven interne fase geldt bovendien dat het *bestuur* de plicht heeft de stukken op te maken en ter inzage te leggen (art. 2:101/210 BW) en om de gegevens ex artikel 2:392 BW toe te voegen. Daarnaast kan er ook sprake zijn van een verklaring van het bestuur dat de verslaggeving een getrouw beeld geeft of van het commissarissenverslag.^[10] Bij een schending van deze verantwoordelijkheden bestaat via de leer van de toerekening mogelijk een route naar de vennootschap.

Als enige criterium voor toerekening aan de vennootschap geldt dat een gedraging in het maatschappelijk verkeer heeft te gelden als een gedraging van de vennootschap.^[11] Dit volgt uit *Kleuterschool Babbel*^[12] en daaropvolgende jurisprudentie.^[13] Aan dit criterium wordt vrijwel steeds voldaan als de gedragingen door (personen binnen) organen zijn verricht binnen de formele kring van hun bevoegdheid.^[14] De toerekeningsmaatstaf gaat uit van gedragingen van natuurlijke personen, maar dit kan ook zien op gedragingen van een rechtspersoon-bestuurder aan de vennootschap.^[15] Er is dan sprake van een dubbele toerekening, eerst van de natuurlijke persoon aan de rechtspersoon-bestuurder en vervolgens van laatstgenoemde aan de onderliggende vennootschap. Het opmaken van de jaarrekening wordt op grond van de toerekeningsleer in het maatschappelijk verkeer beschouwd als een gedraging van de vennootschap. Na

het opmaken en ondertekenen van de jaarrekening is dit ook een vennootschappelijk stuk geworden.^[16] Bij de vraag of een misleidende voorstelling bij andere stukken ook kan worden gekwalificeerd als een gedraging van de vennootschap, moet gekeken worden naar - hoe kon het ook anders - de omstandigheden van het geval.^[17] Uit *Treston* volgt dat, tenzij uit bijzondere omstandigheden anders blijkt, de wetenschap van de bestuurder in het maatschappelijk verkeer geldt als wetenschap van de rechtspersoon.^[18] Aannemelijk is dat dit ook geldt voor gedragingen van de bestuurder bij de vervulling van zijn bestuurstaak.^[19] Overigens kan er al toerekening zijn bij een, al dan niet wettelijke, algemene bevoegdheid tot vertegenwoordiging.^[20] De formele rol is daarvoor niet doorslaggevend.^[21]

Omstandigheden kunnen bij iedere onderneming anders zijn. Relevante vragen voor toerekening zijn de volgende. Is er sprake van een kleine bv, een beursgenoteerde nv of een publiekrechtelijke rechtspersoon? In welke mate heeft de vennootschap te kampen met onzekerheden? Denk aan weersafhankelijke toekomstige opbrengsten (oogst), een ineenslopende markt (vanwege start of wegvallen van pandemie) of explosieve technische ontwikkelingen (kunstmatige intelligentie). In *SNS Reaal c.s.*, wordt bijvoorbeeld verwezen naar de “*zeer uitzonderlijke economische omstandigheden van die tijd*” en de “*zwaarste financiële crisis van de afgelopen decennia*”. Ook de aard van de gedraging kan variëren van onzorgvuldigheid tot bewuste en ernstige fraude. De corporate governance structuur, risicobeheersing en checks and balances kunnen een rol spelen. In welke mate werden onwenselijke gedragingen in de weg gestaan? Toerekening van onrechtmatige gedragingen aan de rechtspersoon wordt vrij ruimhartig getoetst.^[22] Als er kan worden toegerekend, dan kan de rechtspersoon verantwoordelijk zijn voor onrechtmatig handelen.^[23] Dit kan zelfs als de bestuurders geen verwijt kan worden gemaakt.^[24]

Voetnoten

- [1] W. Zevenbergen, ‘Eenige opmerkingen over de rechtspersoon en de onrechtmatige daad’, *WPNR* 14 juli 1917, nr. 2481.
- [2] *Kamerstukken II* 1975/76, 13655, nr. 3; *Kamerstukken II* 2005/06, 30538, nr. 2.
- [3] Voorbeeld van W. Zevenbergen, ‘Eenige opmerkingen over de rechtspersoon en de onrechtmatige daad’, *WPNR* 1917/2481.
- [4] Bijv. HR 29 november 1996, ECLI:NL:HR:1996:ZC2211/NJ 1997/345, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Landinvest/Chipshol*).
- [5] Van der Heijden 1992, p. 464.
- [6] *Asser/Kroeze* 2-I 2021/573.
- [7] A-G Lindenberg in zijn conclusie 10 juni 2022, ECLI:NL:PHR:2022:541; HR 8 december 2006, ECLI:NL:HR:2006:AZ0758, NJ 2006/659 (*Ontvanger/Roelofsen*), nadien bevestigd in HR 5 september 2014, ECLI:NL:HR:2014:2628, NJ 2015/21, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Tulip Air*) en HR 5 september 2014, ECLI:NL:HR:2014:2627, NJ 2015/22, m.nt. P. van Schilfgaarde (*RCI*).
- [8] A.G. de Neve, ‘Jurisprudentieoverzicht 2021’, *Tijdschrift voor Jaarrekeningenrecht, Verslaggeving, accountancy en toezicht*, 2022 nr. 4; Hof Leeuwarden 3 april 2012, ECLI:GHLEE:2012:BW0725.
- [9] HR 11 juni 1993, NJ 1993/713, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Brens q.q./Sarper*); HR 10 oktober 2014, JOR 2014/327, m.nt. Harmsen.
- [10] Art. 2.3.11 Nederlandse Corporate Governance Code.
- [11] *Asser/Kroeze* 2-I 2021/81; *Asser/Kortmann* 3-III 2017/145 e.v. en *Asser/Sieburgh* 6-IV 2019/325 e.v.
- [12] HR 6 april 1979, ECLI:NL:HR:1979:AH8595, NJ 1980/34, m.nt. C.J.H. Brunner (*Kleuterschool Babel*).

[13] Bijv. HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. Du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (*VEB/World Online*) en HR 5 september 2014, ECLI:NL:HR:2014:2628, *NJ* 2015/21, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Hezemans Air*); HR 23 november 2012, ECLI:NL:HR:2012:BX5881, *NJ* 2013/302, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Van de Riet/Hoffmann*); HR 11 november 2005, ECLI:NL:HR:2005:AT6018, *NJ* 2007/231 m.nt. J.B.M. Franken (*Voorsluijs*).

[14] *Asser/Kroeze 2-I* 2021/81; *Asser/Van der Grinten & Maeijer 2-II* 1997/113; HR 11 september 2020, ECLI:NL:HR:2020:1413, *JOR* 2020/250 m.nt. C.M. Stokkermans (*Treston*).

[15] *Zie Asser/Kortmann 3-III* 2017/150a.

[16] Van der Heijden 1994, p. 547.

[17] *Asser/Kroeze 2-I* 2021/87; zie hierin ook opsomming relevante omstandigheden.

[18] HR 11 september 2020, ECLI:NL:HR:2020:1413, *JOR* 2020/250, m.nt. C.M. Stokkermans (*Treston*).

[19] Zie voor uitzonderingen zoals opzettelijk verbergen van kennis: B.M. Katan, 'Kennis van de bestuurder = kennis van de rechtspersoon. Toch?', *Ondernemingsrecht* 2018/22.

[20] Zie hierover *Asser/Kroeze 2-I* 2021/87 en bijv. HR 18 november 1994, ECLI:NL:HR:1994:ZC1544, *NJ* 1995/170, m.nt. J.M.M. Maeijer (*NBM/Securicor*).

[21] HR 18 november 1994, ECLI:NL:HR:1994:ZC1544, *NJ* 1995/170, m.nt. J.M.M. Maeijer (*NBM/Securicor*).

[22] *Asser/Kroeze 2-I* 2021/90 en HR 11 november 2005, ECLI:NL:HR:2005:AT6018, *NJ* 2007/231, m.nt. J.B.M. Franken (*Voorsluijs*).

[23] *Asser/Kroeze 2-I* 2021/80.

[24] *Asser/Kortmann 3-III* 2017/150b

In debat met Van Andel 2024/18.8

18.8 Verhouding met overige procedures bij de Ondernemingskamer - SNS Reaal c.s.

mr. M.E.C. Lok, datum 07-09-2023

Datum	07-09-2023
Auteur	mr. M.E.C. Lok
JCDI	JCDI:ADS933227:1
Vakgebied(en)	Insolventierecht (V)

Het komt voor dat rechters zich buiten een aansprakelijkheidsprocedure uitlaten over de juistheid of het misleidende karakter van financiële verslaggeving. Dat zien we bijvoorbeeld in enquêtes ex artikel 2:344 BW e.v. en in de jaarrekeningprocedure ex artikel 2:447 BW e.v. Een vraag is of een dergelijk oordeel zonder meer wordt overgenomen in een aansprakelijkheidsprocedure. Het antwoord is dat een dergelijk oordeel niet noodzakelijkerwijs leidt tot aansprakelijkheid. Dat laatste is vaste jurisprudentie.^[1] In een enquête en jaarrekeningprocedure wordt bijvoorbeeld niet aan de aansprakelijkheidsnormen, schade of causaal verband getoetst. In enquête wordt er gekeken of er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid of juiste gang van

zaken te twijfelen en of er wanbeleid is, ofwel of er strijd is met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap. De jaarrekeningprocedure kijkt naar de verplichtingen omtrent inrichting van de jaarrekening en resulteert in een bevel tot correctie van de jaarrekening of vernietiging van de vaststelling. Beschikkingen inzake wanbeleid of jaarrekeningprocedures vanwege misleiding leiden dus niet bindend tot aansprakelijkheid vanwege misleiding.^[2]

In beide procedures kan de Ondernemingskamer wel concluderen dat er sprake is van misleidende financiële verslaggeving. Relevant is dat de vennootschap partij is bij beide procedures en dat beide procedures direct betrekking hebben op de vennootschap. Het is dan moeilijk denkbaar op welke manier de vennootschap een dergelijk oordeel in een opvolgende aansprakelijkheidsprocedure terzijde zou kunnen schuiven. Mijns inziens zou een eerder oordeel over misleiding van doorslaggevende betekenis moeten zijn bij de vaststelling van misleiding in de aansprakelijkheidsprocedure. Dit geldt ook als er niet expliciet over misleiding wordt gesproken, maar de Ondernemingskamer wel beveelt tot herinrichting van de jaarrekening met aanzienlijke gevolgen voor het vermogen of het resultaat. Het een hoeft niet noodzakelijkerwijs uit het ander te volgen, maar met Van Andel en Rutten ben ik het eens dat dergelijke substantiële afwijkingen toch wel duidelijk maken dat de jaarrekening geen getrouw beeld gaf.

De Ondernemingskamer kan in theorie concluderen dat er wel sprake is van misleidende verslaggeving maar niet van wanbeleid. Uit *Fortis* en *SNS Reaal c.s.* blijkt dat de Ondernemingskamer wanbeleid kan invullen met normen van buiten het enquêterecht, maar dat het schenden van die normen niet automatisch wanbeleid meebrengt. In dat geval is aansprakelijkheid nog steeds mogelijk. Zeker voor de bestuurder/commissarissen waarbij gebruik kan worden gemaakt van de bewijslastomkering. De combinatie van geen wanbeleid maar wel een dusdanige misleidende voorstelling van zaken in de financiële verslaggeving dat de vennootschap hierdoor onrechtmatig heeft gehandeld, is echter lastiger met elkaar te rijmen. Tenzij natuurlijk, die misleidende voorstelling niet in belangrijke mate onderwerp is geweest van het onderzoek en de procedure.

In de tweedefasebeschikking bij *SNS Reaal c.s.* werd het verzoek tot vaststellen van wanbeleid afgewezen.^[3] Uit de uitspraak blijkt echter ook duidelijk dat voorschriften voor financiële verslaggeving zijn geschonden. Gelet op de door de Ondernemingskamer gehanteerde terminologie lijkt zelfs concreet sprake te zijn van misleidende verslaggeving. De Ondernemingskamer gebruikte terminologie zoals: “*welbewust*” (hetgeen opzet impliceert), “*onzorgvuldig*”, “*verwijtbaar onjuist*”, “*misleitend*”, “*redelijkerwijs (had) moeten begrijpen*” en een “*gebrekkige administratie en controle*” (die allen verwijtbaarheid impliceren), “*onvoldoende*” (hetgeen een tekortschieten impliceert), “*te rooskleurig beeld van de werkelijke situatie*” (hetgeen misleiding impliceert).

Enkele voorbeelden zijn de volgende. Er waren onjuiste mededelingen gedaan op de algemene vergadering. Die mededelingen waren “*op zijn minst ongelukkig gekozen en suggestief*” omdat ze een te rooskleurig beeld schetsten van de werkelijke financiële situatie bij de onderneming.^[4] Er zijn ook andere onnauwkeurige en onjuiste mededelingen gedaan.^[5] De Ondernemingskamer overwoog ook dat de informatieverstrekking aan het belegend publiek op enkele onderdelen echt onzorgvuldig, althans onvoldoende genuanceerd is geweest. In een persbericht zou concrete informatie welbewust zijn onthouden aan het belegend publiek.^[6] Een ander persbericht bevatte vanwege het ontbreken van een door DNB gestelde voorwaarde, onvolledige en onjuiste informatie, terwijl het bestuur dat wist of redelijkerwijs had moeten begrijpen.^[7] Voorts was er in de jaarverslagen (tegenwoordig: bestuursverslagen) een verpanding niet opgemerkt en werd een mededeling in het verslag dat de portefeuille van Property Finance post voor post was beoordeeld onjuist en *misleitend* bevonden.^[8] De weergave van solvabiliteit in de toelichting op de jaarrekeningen was volgens de Ondernemingskamer ook verwijtbaar onjuist.

De Ondernemingskamer benoemde verder nog dat er zaken over het hoofd zijn gezien en dat er sprake was van een gebrekkige interne administratie. Nu de Ondernemingskamer misleiding en verwijtbare onjuistheid heeft genoemd, zou gesteld kunnen worden dat daarmee ook vaststaat dat er sprake is van misleidende financiële verslaggeving.

De Ondernemingskamer concludeerde echter niet automatisch dat er sprake is van wanbeleid, maar overwoog slechts dat de vraag was of daaruit, al dan niet in onderling verband en samenhang bezien, bleek dat zich bij *SNS Reaal c.s.* wanbeleid heeft voorgedaan. Dat was kennelijk niet zo. De Ondernemingskamer verwees op verschillende punten naar het ontbreken van opzet en verwijtbaarheid. Dat lijkt moeilijk te stroken met

voornoemde conclusies. Relevanter is dat de Ondernemingskamer op het gebrek aan materialiteit wees.^[9] Er was bijvoorbeeld sprake van incidenten die snel werden gecorrigeerd. De fouten waren relatief beperkt. Generieke mededelingen of onvoldoende nuancering waren onvoldoende zwaarwegend. Een en ander maakte de jaarrekeningen en de verstrekte cijfers in totaliteit bezien kennelijk niet onbetrouwbaar. Er was ook geen sprake van een misleidend signaal aan het publiek dat van invloed zou *kunnen* zijn op de koers. Mogelijk dat de Ondernemingskamer hiermee voor ogen had dat, ondanks de gebruikte terminologie, er nog steeds sprake was van het vereiste inzicht en er dus geen sprake was van misleidende verslaggeving.

Uit de beschikking blijkt ook het belang van de scope van het onderzoek. De Ondernemingskamer overwoog dat het onderzoek centraal staat en zij moet beoordelen of *daaruit* blijkt of de gedragingen wanbeleid opleveren. Vragen die niet ten grondslag zijn gelegd aan de beslissing een onderzoek te gelasten, worden geen specifiek onderwerp van het onderzoek. Het onderzoeksrapport bevat in de zaak *SNS Reaal c.s.* daarmee dus ook geen basis voor de vaststelling dat sprake zou zijn van misleidende mededelingen over solvabiliteit in persberichten.^[10] Dit benadrukt het belang van het juist en volledig formuleren van de onderzoeksvragen.

Interessant is nog dat de Ondernemingskamer de mate waarin er gecommuniceerd dient te worden jegens de aandeelhouders koppelde aan de verplichting voor het bestuur om zich primair te richten naar het vennootschappelijk belang, dat wil zeggen op het bestendig succes van het gedreven bedrijf. Op grond van artikel 2:8 BW dient (het bestuur van) *SNS Reaal c.s.* de nodige zorgvuldigheid in acht te nemen jegens alle betrokken bij de onderneming, onder wie natuurlijk ook de aandeelhouders. Gelet op de aard van *SNS Reaal c.s.* moest ook rekening worden gehouden met het maatschappelijk belang van de instandhouding van de stabiliteit van het financieel systeem. Dit in ogenschouw nemend werd de vraag gesteld of bepaalde mededelingen het voortbestaan van de onderneming niet in gevaar zouden brengen.^[11] De keuze van het bestuur om in de strijd met het toenmalige artikel 5:25i (oud) Wft te handelen was daarom te billijken en leverde geen strijd op met elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap. Onvolledige en onjuiste informatie kan daarmee gerechtvaardigd worden met een beroep op artikel 2:8 BW (mede gelet op het toen nog aankomende artikel 17 lid 5 van de Verordening Marktmisbruik), mits deze belangenafweging evident blijkt uit de *papertrail*. Het vereiste inzicht speelt hier kennelijk geen (doorslaggevende) rol.

Voetnoten

[1] Hof Amsterdam (OK) 13 juli 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:2446, *JOR* 2022/117, m.nt. S. Hijink; Hof Amsterdam 13 juli 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:2446, *TvJ* nr. 5/6, p 172-178.

[2] HR 4 april 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF3419, *JOR* 2003/134, m.nt. Y. Borrius.

[3] Hof Amsterdam (OK) 30 november 2022, ECLI:NL:GHAMS:2022:3392, *JOR* 2023/99, m.nt. F. Eikelboom (*SNS Reaal c.s.*).

[4] R.o. 14.32.

[5] R.o. 16.16.

[6] R.o. 16.2.

[7] R.o. 16.2.

[8] R.o. 14.26 en 14.50

[9] R.o. 14.49; r.o. 9.9. In r.o. 16.17 oordeelde de Ondernemingskamer dat de fouten relatief beperkt waren in aantal, in de kern op zichzelf staande beleids- of inschattingfouten die noch ieder voor zich, noch in onderling verband en samenhang de conclusie rechtvaardigen dat er sprake is van handelen of nalaten in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap.

[10] R.o. 14.48.

[11] Verordening (EU) Nr. 596/2014 Van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik: toen in 2011 overigens nog niet in werking getreden maar het werpt kennelijk “*haar schaduw achteruit*” - r.o. 16.13.

In debat met Van Andel 2024/18.9

18.9 Onrechtmatige daad van de vennootschap jegens aandeelhouders

mr. M.E.C. Lok, datum 07-09-2023

Datum	07-09-2023
Auteur	mr. M.E.C. Lok
JCDI	JCDI:ADS933240:1
Vakgebied(en)	Insolventierecht (V)

Als aandeelhouders de door misleidende financiële verslaggeving veroorzaakte vermogensschade vergoed willen zien, kunnen zij hiervoor de vennootschap aansprakelijk stellen. Er is dan een rechtsgrond nodig.^[1] De onrechtmatige daad biedt uitkomst.^[2]

18.9.1 Onrechtmatige daad18.9.2 Toerekenbaarheid18.9.3 Schade18.9.5 Causaal verband18.9.6 Relativiteit

Voetnoten

[1] Er mag niet in strijd met het legaliteitsbeginsel worden gevorderd. Zie HR 4 november 2022, ECLI:NL:HR:2022:1579, NJ 2023/5, m.nt. J.W. Zwemmer, waarbij misleiding duidelijk was maar de Staat ontgane belasting niet via privaatrechtelijke onrechtmatige daadsactie kon vorderen van een derde als de belastingdienst die ten opzichte van de belastingplichtige op basis van publiekrechtelijke regels niet zou kunnen verschaffen.

[2] Vereist zijn: (1) een onrechtmatige daad, (2) toerekenbaarheid, (3) schade, (4) causaal verband en (5) relativiteit. In algemene zin is ook belang vereist (art. 3:303 BW).

In debat met Van Andel 2024/18.9.1

18.9.1 Onrechtmatige daad

mr. M.E.C. Lok, datum 07-09-2023

Datum	07-09-2023
Auteur	mr. M.E.C. Lok
JCDI	JCDI:ADS933229:1
Vakgebied(en)	Insolventierecht (V)

Een onrechtmatige daad is een inbreuk op een recht of een doen of nalaten in strijd met een wettelijke plicht of

met hetgeen volgens ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt. Bij een wettelijke plicht kan worden gedacht aan de omschreven verplichtingen bij financiële verslaggeving. Denk ook aan artikel 336 Sr,^[1] de EU-Marktmisbruikverordening^[2] of, voor zover goederen of diensten betrokken zijn, artikel 6:194 of 195 BW.^[3] Bij wat het maatschappelijk verkeer betaamt kan worden gedacht aan specifieke tot de aandeelhouders gerichte zorgvuldigheidsnormen. Volgens het hof Den Haag worden die geschonden bij onjuiste verslaglegging en kan dit leiden tot een schadeclaim van aandeelhouders, ook tegen de vennootschap.^[4] Van een onrechtmatige daad is volgens de rechtbank Noord-Nederland sprake als vaststaat dat onjuiste gegevens zijn verstrekt en/of onjuiste mededelingen zijn gedaan over de vermogenspositie, terwijl die onjuistheden bekend waren.^[5] Bij invulling van de maatschappelijke zorgvuldigheidsnormen gaat het mijns ziens alsnog om artikel 2:362 lid 1 BW. Zoals toegelicht is opzet wat mij betreft niet vereist. De onrechtmatigheid is echter wel gegeven als er sprake is van opzettelijke schadeveroorzaking omdat dit in strijd is met wat volgens ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer geldt.^[6]

Voetnoten

[1] A.C.W. Pijls, *Handboek Jaarrekeningenrecht* (VDHI nr. 164), Deventer: Wolters Kluwer 2020/49.2.1

[2] Verordening (EU) 596/2014. *PbEU* 2014, L 173.

[3] Bijvoorbeeld het openbaar via prospectus doen van een aanbod tot het nemen van aandelen. [Kamerstukken I 1978/79, 13611, p. 23](#) (MvA). Zie echter ook beperking in HR 7 november 1997, *NJ* 1998/268, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Philips/VEB*): een aandeelhouder die meent dat financiële verslaggeving misleidend is komt geen beroep toe op art. 6:194 en 195 BW. Aandelen zijn immers vermogensrechten ex art. 3:6 BW.

[4] Hof Den Haag 22 mei 2008 (r.o. 14.2), *JOR* 2008/223 (*Verhoeff/KPNQwest*)

[5] Rb. Noord-Nederland 19 augustus 2020, ECLI:NL:RBNNE:2020:2860.

[6] *HR 24 januari 1930, NJ 1930/299, m.nt. E.M. Meijers (Vonk)*.

In debat met Van Andel 2024/18.9.2

18.9.2 Toerekenbaarheid

mr. M.E.C. Lok, datum 07-09-2023

Datum	07-09-2023
Auteur	mr. M.E.C. Lok
JCDI	JCDI:ADS933158:1
Vakgebied(en)	Insolventierecht (V)

Er is toerekenbaarheid van de onrechtmatig daad als deze is te wijten aan schuld of aan een oorzaak welke krachtens de wet of de in het verkeer geldende opvattingen voor zijn rekening komt. Een bestuurder of commissaris kan ontkomen aan aansprakelijkheid als hij/zij aantoont dat dit niet aan hem/haar te wijten is, ook door te verwezen naar het gedrag van een ander bestuurder of commissaris.^[1] De bewijsomkering en dus het disculperen, evenals de hoofdelijke aansprakelijkheid, gelden niet bij de onrechtmatige daad. Bij het vaststellen van aansprakelijkheid kan een vennootschap zich mijns inziens niet verweren ('disculperen') door te verwijzen naar het onjuiste gedrag van bestuurders of commissarissen. Zij kan hooguit stellen dat het gedrag niet aan haar toerekenbaar is. Het is moeilijk denkbaar dat de vennootschap kan stellen dat een misleidende voorstelling - als die eenmaal aangenomen wordt - niet aan haar te wijten is. Zeker nu de

verplichtingen inzake financiële verslaggeving vooral op de vennootschap rusten, en voor zover dat niet zo is, het zal gaan om gedragingen van bestuurders binnen de formele kring van hun bevoegdheid die daarmee aan de vennootschap toe te rekenen zijn. Het lijkt voor zich te spreken dat een aandeelhouder niet kan slagen als de misleiding ziet op gegevens in de jaarrekening die door (instructie van) de algemene vergadering bij vaststelling zijn aangepast.^[2] Opzet impliceert schuld.^[3] Of hier nu welbewust of opzettelijk is gehandeld is, zoals hiervoor toegelicht, wat mij betreft niet noodzakelijk. Het bestuur is verplicht de administratie op orde te houden en op ieder moment inzicht te hebben in de rechten en plichten van de vennootschap. Als de verantwoording zodanig afwijkt van de realiteit dat aandeelhouders hierdoor worden misleid (waarbij acht kan worden geslagen op de Maatman-aandeelhouder als ondergrens), vervullen bestuurders wat mij betreft sowieso hun taak onbehoorlijk. Nu de verplichtingen inzake de financiële verslaggeving in eerste plaats bij de vennootschap liggen is deze hiervoor ook in eerste plaats verantwoordelijk.

Uit de jurisprudentie blijkt niettemin dat vaak wordt gekeken naar een vorm van opzet, zoals het 'bewust' opnemen van onjuiste posten, met 'het doel' een partij te bewegen of misleiden.^[4] Ook wordt getoetst of er sprake is van 'verwijtbare onzorgvuldigheid' waarvan pas sprake is als 'willens en wetens' cijfers bekend zijn gemaakt die een misleidende voorstelling geven.^[5] Ook in *SNS Reaal c.s.* wordt geconcludeerd dat een misleidende mededeling in de jaarrekening een enkele misslag is geweest, zonder opzet of ernstig verwijtbaar handelen. Wellicht gebeurt dit omdat dit te herleiden is naar het woord 'welbewust' in de parlementaire geschiedenis. Ik vraag mij af of dit wel juist is. Bij het formuleren van de (onzorgvuldigheds)norm is immers ook niet van belang of de concrete dader opzettelijk handelt.^[6] Van belang is of het in het algemeen in strijd is met ofwel de wet ofwel met de zorgvuldigheid om te misleiden. De norm is niet toegesneden op de concrete dader en diens persoonlijke kenmerken. *"Dit impliceert dat schending van de norm kan berusten op feiten en omstandigheden waaruit de aanwezigheid van opzet afgeleid kan worden en dat het aan de dader is aan te tonen dat opzet ontbrak."* Er moet dus een onderscheid worden gemaakt tussen de normschending en de toerekenbaarheid daarvan. Er kan worden gesteld dat het dusdanig niet op orde hebben van administratie of controle en risico-beheersingssystemen, of het kennelijk in dier mate onzorgvuldig besluiten (materiele) posten of feiten wel of niet te noemen, al volstaat. De term welbewust hoeft dan niet op het expres misleiden (met oogmerk of zekerheidsbewustzijn) te duiden maar op een bepaalde risicoaanvaarding; een soort voorwaardelijk opzet, ofwel: schuld.

Een aandeelhouder mag geen struisvogelhouding innemen. Een stuk kan onderdeel zijn van de verkoopdocumentatie, maar als de informatie niet specifiek is geschreven voor de koper, dan moet dit bij de waardering van de informatie worden betrokken en kan dit betekenen dat er vragen moeten worden gesteld.^[7] De context is overigens ook relevant voor uitlatingen door de verkopende aandeelhouder buiten de financiële verslaggeving.^[8] Daar ga ik verder niet op in. Bestaande twijfels zijn ook relevant. Twijfelt een aandeelhouder al aan de vermogenspositie, dan kan hij niet later volstaan met het verwijzen naar het ontbreken van een concrete passage in de jaarrekening. Vond de aandeelhouder die passage van belang, dan had hij er maar om moeten vragen.^[9] Een andere rechtbank overwoog dat een aandeelhouder voor de koop al twijfelde aan de prijs en waarde van voorraad.^[10] Onder die omstandigheden kwam de aandeelhouder geen beroep toe op artikel 2:249 BW en ook niet op de in de leveringsakte opgenomen garantie dat de balans een getrouw en duidelijk beeld geeft van het vermogen van de vennootschap, of de in de koopovereenkomst opgenomen garantie dat er geen relevante informatie is verzwegen. Dan had hij maar 'de waarde' van de voorraad apart moeten garanderen. De les voor aandeelhouders is dus: stel vragen en zorg voor garanties als twijfel bestaat over punten van belang. Twijfel kunnen soms ook in het nadeel van de vennootschap uitpakken, bijvoorbeeld omdat in het licht van vraagtekens van derden bij de continuïteit het niet noemen van een grote investeringsverplichting in de jaarrekening misleidend is.^[11]

De schuldombkering zoals die geldt voor bestuurders en in beperktere mate voor de commissarissen, geldt in beginsel niet voor de vennootschap.^[12] Daarvoor ontbreekt een wettelijke bepaling. De ombkering zoals deze voor functionarissen geldt is sowieso niet alles omvattend.^[13] Toch kan het lonend zijn om een bewijsombkering aan te voeren. Afhankelijk van de mate waarin misleiding heeft plaatsgevonden en welke schending er heeft plaatsgevonden, is niet ondenkbaar dat sprake is geweest van misleiding in strijd met een norm die strekt tot het voorkomen van een specifiek gevaar ter zake van het ontstaan van schade en dat de aandeelhouder aannemelijk maakt dat in het concrete geval het specifieke gevaar waartegen de norm bescherming beoogt te bieden, zich heeft verwezenlijkt.^[14] Er kan dan gesteld worden dat in afwijking van artikel 150 Rv het bestaan

van *condicio sine qua non*-verband moet worden aangenomen, tenzij de vennootschap aannemelijk maakt dat de schade ook zonder het de gedraging of de schending zou zijn ontstaan.

Voetnoten

- [1] HR 9 juli 2021, *NJ* 2021/375, m.nt. F.M.J. Verstijlen (*Mobile Services*).
- [2] Zie J.W. Huizink in: *GS Rechtspersonen*, art. 2:249 BW, aant. 4.2:4.2 Verwijtbaarheid bestuurder; *Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II** 2009/470.
- [3] K.J.O. Jansen in: *GS Onrechtmatige daad*, art. 6:162 BW, aant. 6.2.5 en aant. 9.
- [4] Rb. Noord-Holland 11 april 2018, ECLI:NL:RBNHO:2018:2942, r.o. 4.64, 4.65, 4.66 en 4.72.
- [5] Hof Den Haag 11 juli 2023, ECLI:NL:GHDHA:2023:1314.
- [6] *Asser/Sieburgh 6-IV* 2019/74.
- [7] Rb. Noord-Holland 11 april 2018, ECLI:NL:RBNHO:2018:2942, r.o. 4.56 inzake het turnaroundplan.
- [8] Rb. Noord-Holland 11 april 2018, ECLI:NL:RBNHO:2018:2942: “Een oplettende koper moet erop bedacht zijn dat een verkoper de zaken wellicht iets zonniger inziet dan reëel is. [...] Een gemiddeld oplettende koper had dit als een rode vlag moeten opvatten en extra kritisch moeten zijn op van de zijde van de verkoper afkomstige uitlatingen over het toekomstig (financiële) scenario.”
- [9] Rb. Noord-Nederland 19 augustus 2020, ECLI:NL:RBNNE:2020:2860.
- [10] Rb. Rotterdam 28 november 2007, ECLI:NL:RBROT:2007:BB9319.
- [11] Rb. Amsterdam 30 september 2015, ECLI:NL:RBAMS:2015:6932 (*Fairstar, Dockwise*).
- [12] *Asser/Kroeze 2-I* 2021/573; *Asser/Kroeze 2-I* 2021/506.
- [13] Voor commissarissen is bijvoorbeeld alleen de jaarrekening relevant en niet het bestuursverslag of de tussentijdse cijfers. Bovendien kunnen beiden alsnog op grond van onrechtmatige daad aansprakelijk worden gehouden en wordt daarbij aangenomen dat dan geen omkeringsbepaling inzake de verwijtbaarheid kent.
- [14] HR 19 maart 2004, ECLI:NL:HR:2004:AO1299, *NJ* 2004/307, m.nt. W.D.H. Asser.

In debat met Van Andel 2024/18.9.3

18.9.3 Schade

mr. M.E.C. Lok, datum 07-09-2023

Datum	07-09-2023
Auteur	mr. M.E.C. Lok
JCDI	JCDI:ADS933263:1
Vakgebied(en)	Insolventierecht (V)

Schade in het vermogen van een aandeelhouder uit hoofde van een misleidend financieel verslag is volgens

Kroeze, anders dan bij beursvennootschappen, niet goed voor te stellen. Als het vermogen of resultaat te hoog is voorgesteld zou hij daardoor geen schade leiden.^[1] Enerzijds is daar iets voor te zeggen. Als hij zijn aandelen verkoopt zou hij eerder een te hoge prijs krijgen. Het instemmen met bepaalde investeringsbeslissingen die door de daadwerkelijke toestand schadelijke gevolgen hebben, zullen bovendien snel weer onder afgeleide schade vallen.^[2] Toch is wat mij betreft wel denkbaar dat de aandeelhouder schade in zijn vermogen zou kunnen leiden. Schade kan bijvoorbeeld bestaan uit het (te veel) betaalde bedrag voor aandelen of de directe gevolgen van een op basis van misleiding genomen investeringsbeslissing voor het vermogen van de aandeelhouder. De omvang wordt vastgesteld aan de hand van Titel 1, afdeling 10 boek 6 BW.

Aandeelhouders delen in beginsel lief en leed met de vennootschap. Het geplaatste kapitaal vormt onderdeel van het eigen vermogen van de vennootschap (art. 2:373 lid 1 sub a BW). Aandeelhouders delen mee in de verliezen tot het bedrag dat op het aandeel behoort te worden gestort (2:64/175 lid 1 BW). Gaat het goed met de vennootschap, dan gaat het goed met de aandeelhouders want zij hebben een recht op winst. Gaat het slecht met de vennootschap, dan gaat het slecht met de aandeelhouders, want vanwege de wettelijke rangorde, krijgen alle schuldeisers volledig betaald voordat de aandeelhouders iets ontvangen.^[3] Aandeelhouders blijken in de praktijk contractueel voor een betere positie te zorgen in faillissement, maar het wettelijke uitgangspunt is dat aandeelhouders in een faillissement achter in de rij staan. Aandeelhouders hebben daarom ook in beginsel geen recht op vergoeding bij waardevermindering van hun aandelen, de zogeheten afgeleide schade. Hieronder valt ook schade omdat er vanwege de misleidende cijfers niet tijdig in de vennootschap wordt ingegrepen, ook al zijn hierdoor zeggenschapsrechten van de aandeelhouders uitgehold. De waardevermindering die volgt uit de schade aan de vennootschap loopt namelijk via het vermogen van de vennootschap.

Zou dit anders zijn, dan zouden de aandeelhouders vergoed worden, terwijl de vennootschap zelf dit vermogen misloopt en haar crediteuren derhalve ook niet uit dit vermogen kunnen worden gedaan. De aandeelhouders zetten zich dan in strijd met de wettelijke rangorde vóór de crediteuren van de vennootschap. Dit leidt mogelijk ook tot een doorkruising van de beperkingen van dividenduitkering (art. 2:105/2116 BW). De aandeelhouder kruipt dan voor, zoals de rechtbank dit in *Fokker* verwoorde.^[4] Hoewel de beperking op vergoeding van afgeleide schade altijd geldt, geldt het argument van de wettelijke rangorde wat mij betreft met name - of misschien zelfs wel alleen - in een situatie waarin de vennootschap is opgehouden of dreigt op te houden met betalen en onvoldoende verhaal biedt. Van Andel en Rutten stellen dat curatoren steeds vaker worden geconfronteerd met vorderingen van aandeelhouders op grond van misleidende financiële verslaggeving. Deze ontwikkeling lijkt, blijkens de schaarse jurisprudentie, zich niet te hebben voortgezet. Het punt van de doorkruising van de wettelijke rangorde in aanloop naar het faillissement wordt eveneens weinig aangevoerd. Wel lijken curatoren zelf de bestuurdersaansprakelijkheid van artikel 2:249 BW steeds meer te vinden, wellicht ook vanwege de bewijslastomkering. Een curator kan echter alleen een vordering instellen namens de gezamenlijke crediteuren en niet een beperkt aantal.^[5] Bovendien kan een curator hierop ook geen beroep doen voor zover de verslaggeving zich nog in de interne fase bevindt. Dit werd zo geoordeeld door de rechtbank Gelderland inzake een niet gepubliceerde conceptjaarrekening en tussentijdse cijfers.^[6] Ook bij dergelijke procedures blijft het causaal verband derhalve een obstakel.

Het tekortschieten van een *bestuurder* ten aanzien van de *vennootschap* is op zichzelf niet onrechtmatig jegens *aandeelhouders*.^[7] Wil de aandeelhouder succesvol zijn met een vordering tegen de vennootschap dan moet deze aantonen dat er een zelfstandige zorgvuldigheidsnorm *tegenover hem/haar* (en niet of niet alleen de vennootschap) is geschonden dat heeft geresulteerd in schade.^[8] De enkele omstandigheid dat een voorzienbaar gevolg van de handelwijze van de bestuurder is dat de aandeelhouder wordt benadeeld, brengt niet mee dat de bestuurder jegens de aandeelhouder in die hoedanigheid een specifieke zorgvuldigheidsnorm heeft geschonden. Bijkomende omstandigheden zijn nodig. Dat kan in theorie opzet zijn om die aandeelhouder te benadelen.^[9] In dat geval zal misleidende verslaggeving de aandeelhouder recht in het belang raken. Als sprake is van een zelfstandige zorgvuldigheidsnorm, dan heeft de aandeelhouder een vordering uit hoofde van onrechtmatige daad. Dat zijn geen vorderingsrechten die hij direct aan zijn aandelen of hoedanigheid als aandeelhouder ontleent. Er is geen reden om een vordering uit hoofde van onrechtmatige daad - ook al is die van een aandeelhouder - achter te stellen bij andere crediteuren met vorderingen op de vennootschap. Het is wat mij betreft een concurrente vordering (uitgaande van een onrechtmatige daad voor faillissementsdatum).

Achterstelling kan alleen krachtens wet of overeenkomst (art. 3:277 lid 2 BW). Wat mij betreft maakt, in tegenstelling tot hetgeen Van Andel en Rutten betogen, de kwalificatie zittende aandeelhouder of toetredende aandeelhouder dan niet uit; het gaat om de aard van de vordering en in dit geval de concrete normschending tegenover de aandeelhouder.

Voetnoten

[1] *Asser/Kroeze 2-I* 2021/573.

[2] HR 2 december 1994, ECLI:NL:HR:1994:ZC1564, *NJ* 1995/288, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Poot/ABP*) en HR 12 december 1997, ECLI:NL:HR:1997:ZC2526, *NJ* 1998/348, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Ventaz/FNV*).

[3] Titel 10, boek 3 BW.

[4] Rb. Amsterdam 27 november 2002, *JOR* 2003/28, m.nt. W.J.B. van Nielen (*Fokker*).

[5] Rb. Amsterdam 21 april 2010, ECLI:NL:RBAMS:2010:BO0392, *JOR* 2011/1, m.nt. B. Bier; HR 16 september 2005, ECLI:NL:HR2005:AT7797, *NJ* 2006/311, m.nt. P. van Schilfgaarde (*De Bont/Bannenberg q.q.*) en HR 14 januari 2011, ECLI:NL:HR:2011:BN7887, *NJ* 2011/366, m.nt. F.M.J. Verstijlen (*Butterman q.q./Rabobank*).

[6] Rb. Gelderland 29 mei 2013, ECLI:NL:RBGEL:2013:1469.

[7] HR 16 februari 2007, ECLI:NL:HR:2007:AZ0419, *NJ* 2007/256, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Tuin Beheer/X*).

[8] HR 2 mei 1997, ECLI:NL:HR:1997:ZC2365, *NJ* 1997/662, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Kip/Rabobank*).

[9] Rb. Rotterdam 8 maart 2017, ECLI:NL:RBROT:2017:2296 (*Seahorse*).

In debat met Van Andel 2024/18.9.5

18.9.5 Causaal verband

mr. M.E.C. Lok, datum 07-09-2023

Datum	07-09-2023
Auteur	mr. M.E.C. Lok
JCDI	JCDI:ADS933140:1
Vakgebied(en)	Insolventierecht (V)

Het vereiste van causaal verband brengt mee dat het *condicio sine qua non*-verband moet worden aangetoond: zonder de misleiding geen schade.^[1] Er wordt dan een vergelijking gemaakt tussen de werkelijke situatie en de hypothetische situatie zonder misleiding.^[2] De aandeelhouder bewijst niet alleen de schade en het *condicio sine qua non*-verband tussen die schade en de misleiding, maar moet ook aantonen dat de schade in zodanig verband staat tot de misleiding, dat dit, gelet op de aard van de aansprakelijkheid en van de schade, als een gevolg daarvan kan worden toegerekend (art. 6:98 BW).^[3] Het moet mijns inziens gaan om eigen investeringsbeslissingen van de aandeelhouder (niet de vennootschap) en de uitoefening van aandeelhoudersrechten. Die moeten aantoonbaar beïnvloed zijn door de misleidende voorstelling van zaken, en vervolgens direct tot schade voor de aandeelhouder zelf hebben geleid.

Bij het vaststellen van causaal verband staan wellicht beren op de weg. De Jong en Pijls concluderen dat de proceskansen van de bestaande aandeelhouders niet rooskleurig zijn, juist omdat het causaal verband voor de aandeelhouder lastig te bewijzen is. Ook zou een redelijke toerekening aan schadevergoeding ex artikel 6:98 BW in de weg staan. Van Andel en Rutten lijken daarbij helemaal geen mogelijkheden te zien voor de zittende aandeelhouder. Uit de jurisprudentie volgt inderdaad dat het verband tussen schade en de misleidende verslaggeving moeilijk is vast te stellen, waardoor de schade in redelijkheid niet altijd aan de onjuiste inlichtingen kan worden toegerekend.^[4] Onmogelijk is het echter niet. Bestaande (zittende) aandeelhouders en de toetredende aandeelhouders behoeven daarbij in mijn optiek geen verschillende benadering

Een gebrek aan causaal verband tussen het feit dat een jaarrekening niet is vastgesteld en waardevermindering van de vennootschap zal niet verrassen.^[5] In dezelfde zaak waren ook cijfers verstrekt voorafgaand aan een samenwerkingsovereenkomst waarin stond dat de vennootschap een belang had van 100% in een dochter en dat er aandelen waren verworven in een andere entiteit.^[6] Dit percentage bleek 50% te zijn, terwijl de genoemde aandelen niet waren verworven. Dit lijkt nogal misleidend, maar de *handeling van het verstrekken* van onjuiste informatie leidde hier niet tot een waardevermindering van de aandelen. Geen causaal verband en dus geen vergoeding op basis van onrechtmatige daad. In een uitspraak van de rechtbank Amsterdam werd causaal verband wel aangenomen. Een financier is door de ontvangen misleidende tussentijdse cijfers een financiering aangegaan. Vervolgens ging de onderneming failliet. Bij niet-misleidende cijfers zou de financier de financiering niet zijn aangegaan. Uit de uiteindelijke jaarrekeningen bleek immers duidelijk een veel lagere omzet en resultaat dan was voorgespiegeld aan de financier. Het causaal verband tussen de misleidende cijfers en de schade was volgens de rechtbank gegeven.^[7] In *ABC Hekwerk Participatie c.s./Rookie B.V* werd het causaal verband bij misleiding eveneens aangenomen.^[8] Er was sprake van een misleidende voorstelling van de vennootschap in de overnamebalans omdat een post onderhanden projecten onjuist was gewaardeerd. De fout moet volgens het Hof worden begroot op een 'substantieel en omvangrijk bedrag'. Een vordering voor aanvullende schade vanwege onjuiste inlichtingen werd echter afgewezen, vanwege het ontbreken van causaal verband. Dat hing samen met de overweging dat de schade samenhangt met talrijke keuzes die in de onderneming zijn gemaakt en met het ondernemersrisico dat zich had verwezenlijkt. Op dat punt waren de grenzen van de beleidsvrijheid van (het bestuur van) derhalve niet overschreden.

Voetnoten

[1] Het ontbrekende causaal verband vormde bijv. een probleem in Hof Amsterdam 3 maart 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:643.

[2] J. van Bakkum, *Handboek Jaarrekeningenrecht* (VDHI nr. 164), Deventer: Wolters Kluwer 2020/48.2.2.7; A.C.W. Pijls, 'Misleidende berichtgeving op de beurs', *TvOB* 2009/5.

[3] A.C.W. Pijls, 'Misleidende berichtgeving op de beurs', *TvOB* 2009/5.

[4] Concl. A-G Hartlief, ECLI:NL:PHR:2023:658, par. 2.22; Rb. Gelderland 29 mei 2013, ECLI:NL:RBGEL:2013:1469: Als een reële voorziening was getroffen, dan ook niet toegerekend. De gezamenlijke crediteuren lopen geen actiefpost mis. Geen causaal verband. Rb. Noord-Nederland 28 oktober 2015, ECLI:NL:RBNNE:2015:4964 (*VEB/Landis*): verband ontbreekt tussen faillissement en niet in jaarrekening genoemde onttrekking. Rb. Noord-Holland 19 april 2017, ECLI:NL:RBNHO:2017:3042.

[5] Rb. Rotterdam 8 maart 2017, ECLI:NL:RBROT:2017:2296 (*Seahorse*).

[6] Rb. Rotterdam 8 maart 2017, ECLI:NL:RBROT:2017:2296 (*Seahorse*).

[7] Rb. Amsterdam 8 december 2021, *RO* 2022/17, ECLI:NL:RBAMS:2021:7044.

[8] Concl. A-G Hartlief, ECLI:NL:PHR:2023:658. De zaak heeft betrekking op het tussenarrest en eindarrest hof Den Bosch 28 april 2020, ECLI:NL:GHSHE:2020:1440 en Hof Den Bosch 19 juli 2022, ECLI:NL:GHSHE:2022:2429.

18.9.6 Relativiteit

mr. M.E.C. Lok, datum 07-09-2023

Datum	07-09-2023
Auteur	mr. M.E.C. Lok
JCDI	JCDI:ADS933141:1
Vakgebied(en)	Insolventierecht (V)

Het relativiteitsvereiste (art. 6:163 BW) bepaalt dat er geen verplichting tot schadevergoeding bestaat, wanneer de geschonden norm niet strekt tot bescherming tegen de schade die de benadeelde heeft geleden. De norm moet er dus op zien dat de aandeelhouder tegen schade uit misleidende verslaggeving wordt beschermd. Het soort schade mag ook niet buiten het bereik van die bescherming vallen.^[1] Gelet op de hiervoor omschreven ratio, zou het moeten gaan om schade die het directe gevolg is van het door die misleidende verslaggeving uitgeoefende aandeelhoudersrechten en investeringsbeslissingen. Bij een *te rooskleurige verslaggeving* kan worden gedacht aan het volgende: (1) een (nieuwe) aandeelhouder stapt in een vennootschap; (2) een bestaande aandeelhouder neemt meer aandelen via koop of uitgifte; (3) een bestaande aandeelhouder verkoopt aandelen niet. Bij een *te ongunstige weergave* van de toestand in de verslaggeving kan worden gedacht aan de volgende situaties: (1) een bestaande aandeelhouder verkoopt hun aandelen; (2) een bestaande aandeelhouder kiest verwatering in plaats van financiering; (3) een bestaande aandeelhouder baseert inbreng elders op verslaggeving; (4) geen uitkering van winst; en (5) een bestaande aandeelhouder stemt in met bepaalde strategische keuzes.

De meest voor de hand liggende situatie is die waar (rechts)personen aandelen kopen of bestaande aandeelhouders nieuwe aandelen nemen via koop of uitgifte. Dit geschiedt tegen een te hoge prijs, of zij krijgen voor het beschikbare bedrag te weinig aandelen. Dit is te wijten aan een misleidend rooskleurig beeld in de financiële verslaggeving. Deze aandeelhouders worden door Van Andel en Rutten aangehaald als 'toetredende aandeelhouders'. Een koop van aandelen raakt een aandeelhouder recht in het eigen vermogen. Zij waren anders niet ingestapt of hadden hun belang in de vennootschap niet vergroot, of in ieder geval tegen een lager bedrag. De uitspraak van de rechtbank Den Haag van 9 mei 1973^[2] benadrukt de relevantie van de financiële verslaggeving voor bestaande en toetredende aandeelhouders en omschrijft ook hoe toetredende aandeelhouders in hun belang worden geraakt:

"Dat algemeen bekend is dat de beoordeling van de mérites van een aandeel en in het algemeen de stand van zaken bij een onderneming in financiële kringen in overwegende mate geschiedt aan de hand van de meest recente balansen van verlies- en winstrekeningen van de betreffende onderneming, daar dit stukken zijn die bij uitstek een concreet inzicht in de financiële positie en het winstvermogen van de onderneming geven; dat, indien deze stukken een onjuist beeld geven, te verwachten valt dat men zich in financiële kringen - en daardoor ook beleggers in het algemeen, die immers doorgaans moeten afgaan op hetgeen zij uit financiële kringen vernemen - een onjuist beeld zal vormen van de financiële situatie en de gang van zaken bij de betreffende onderneming; dat in die omstandigheden onder andere te voorzien is, dat beleggers tot aankoop van de betreffende effecten zullen overgaan, terwijl zij bij juiste voorlichting die aankoop achterwege zouden hebben gelaten; (...)."

Ook de rechtbank Noord-Holland gaat uit van het belang van een partij die aandelen kocht op basis van misleidende verslaggeving:

"Zij heeft zich immers mede op basis van de tussentijdse cijfers een beeld gevormd van de toestand waarin de

vennootschap verkeerde en haar aankoopbeslissing van de aandelen (onder meer) hierop gebaseerd (zie: Asser 2-IIa NV en BV nummer 470).”^[3]

Dat toekomstige aandeelhouders gedurende de misleiding mogelijk nog geen aandeelhouder waren, acht ik niet relevant. Men hoeft geen aandeelhouder te zijn om als belanghebbende te kunnen worden gekwalificeerd. Voor hen geldt bovendien dat zij geen rol hebben gehad in de totstandkoming van de jaarrekening^[4] en dat zij vermoedelijk minder kennis hebben van de onderneming. Zij zullen dus nog eerder (moeten) leunen op de financiële verslaggeving voor hun investeringsbeslissing. De rechtspraak toont bovendien dat de banden van de vennootschap uit kunnen strekken naar zowel voormalig^[5] als toekomstige^[6] aandeelhouders. Bestaande aandeelhouders die aanvullende aandelen nemen kunnen evengoed op afstand staan, maar zelfs als zij dichter op de vennootschap staan is het goed mogelijk dat zij zijn misleid tot het nemen van meer aandelen (überhaupt en tegen een te hoge prijs). Ook kunnen bestaande aandeelhouders door een te rooskleurige verslaggeving hun aandelen langer aanhouden dan zij anders hadden gedaan, waardoor zij schade leiden.^[7] Een voorbeeld is Fortis.^[8] Het door Van Andel en Rutten genoemde argument dat als de werkelijke situatie eerder kenbaar was gemaakt, de aandelenprijs ook zou zijn gezakt tot een reëel niveau gaat wat mij betreft niet op. De waarde van de aandelen staat niet stil en de werkelijke situatie binnen de onderneming ook niet. De waarde kan sinds de misleiding nog verder zijn gedaald. De aandeelhouder had bij tijdige correcte verslaggeving eerder (bijvoorbeeld meteen op het moment van de verslaggeving) verkocht en wellicht nog steeds tegen een hoger bedrag dan waarvoor hij naderhand nu de aandelen kon verkopen.

Misleidende financiële verslaggeving ziet ook op een te ongunstige verslaggeving. Een aandeelhouder kan bewogen worden om diens aandelen voor een te laag bedrag te verkopen, omdat ze geen vertrouwen meer heeft in de onderneming vanwege de misleidende verslaggeving. Of een aandeelhouder kiest voor verwatering in plaats van investeren vanwege de misleidend slechte financiële situatie, waarbij medeaandeelhouder(s) aandelen en zeggenschap krijgen uitgegeven voor een (te) lage uitgifteprijs, terwijl die aandeelhouder een andere keuze had gemaakt bij een reëel inzicht in de toestand, bijvoorbeeld om zijn aandelenbelang op peil te houden of zelfs te vergroten. Ook kan een aandeelhouder een investering door middel van inbreng elders baseren op de waarde uit de jaarrekening (art. 2:94a lid 1 en 3c BW). In dat geval kan de aandeelhouder onvrijwillig ‘te veel’ hebben geïnvesteerd elders omdat de werkelijke waarde van de inbreng hoger ligt, waarvoor de aandeelhouder wellicht relatief te weinig heeft teruggekregen. Ook kan gedacht worden aan het winstrecht van aandeelhouders. Uitkering van de winst geschiedt na vaststelling van de jaarrekening. Als een te ongunstig beeld wordt geschetst, dan raakt dit de mogelijkheid tot het doen van een dividenduitkering en de hoogte daarvan (art. 2:105 BW/art. 2:216 BW).^[9] Het winstrecht wordt dan geschonden.^[10] Zeker wanneer niet kan worden gesteld dat de vennootschap een proportioneel gerechtvaardigd belang bij een (de facto) reservering had.^[11] In beginsel dient de winst immers aan de aandeelhouders te worden uitgekeerd, tenzij het vennootschappelijk belang vereist dat tot (gehele of gedeeltelijke) reservering van de winst wordt overgegaan.^[12] Het is goed denkbaar dat door misleidende verslaggeving besluiten zijn genomen om wel of niet te investeren, te fuseren, te splitsen of om bijvoorbeeld het besluit om een dochteronderneming af te stoten. Ook bij fusie en splitsing wordt geleund op de financiële verslaggeving en worden bij die procedures in dat kader ook eisen gesteld. Als het gaat om stemgedrag binnen de vennootschap, is het mogelijk lastiger voor aandeelhouders om een succesvolle vordering in te stellen. Gedrag kan natuurlijk zijn beïnvloed door de misleiding. Ook kan het zijn dat besluiten door de misleiding ten onrechte niet op de agenda komen omdat niet lijkt te zijn voldaan aan bijvoorbeeld artikel 2:107a BW, of een vergelijkbare situatie.^[13] Directe schade zal lastig te bepalen zijn omdat men dan al snel in het vaarwater van de afgeleide schade beland.

Voetnoten

[1] HR 7 mei 2004, ECLI:NL:HR:2004:AO6012, NJ 2006/281, m.nt. J. Hijma (*Paes/Van Duijvendijk*).

[2] Uit J.B. Huizink in: *GS Rechtspersonen*, art. 2:249 BW, aant. 4.2.

[3] Rb. Noord-Holland 11 april 2018, ECLI:NL:RBNHO:2018:2942.

[4] D.A.M.H.W. Strik, ‘Aansprakelijkheid voor financiële verslaggeving in het licht van de Transparantierichtlijn’, *Ondernemingsrecht* 2005/48.

- [5] Hof Amsterdam (OK) 11 juni 2020 ECLI:NL:GHAMS:2020:1622, *JOR* 2020/205, m.nt. A.F.J.A. Leijten.
- [6] Hof Amsterdam (OK) 11 maart 1999, *JOR* 1999/89, m.nt. M. Brink (*Breevast*), r.o. 4.16, Hof Amsterdam (OK) 3 maart 1999, *JOR* 1999/87 (*Gucci*), r.o. 3.3 en Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, *JOR* 2010/189 (*PCM*), r.o. 3.13.
- [7] K. Rutten, 'De positie van de zittende aandeelhouder bij een beursfonds in geval van misleidende financiële verslaggeving', in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation* 2011-2012 (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, nr. 112), Deventer: Kluwer 2012, p. 243-258.
- [8] Rb. Utrecht 15 februari 2012, ECLI:NL:RBUTR:2012:BV3753, r.o. 3.2, *RO* 2012/41, *JOR* 2012/243, m.nt. J.H.M. Willems (*Kortekaas e.a./Lippens e.a.*).
- [9] Een poging van curator mislukte niet was gesteld of gebleken dat alle crediteuren schade leden door misleidende voorstelling in de jaarrekening van Holding. Rb. Amsterdam 21 april 2010, ECLI:NL:RBAMS:2010:BO0392, *RO* 2011/5; *JOR* 2011/1, m.nt. B. Bier.
- [10] M.E.C. Lok, 'Divi-do, divi-don't, dividendgeschillen', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation* 2017-2018 (VDHI nr. 152), Deventer: Wolters Kluwer 2018/II.2.
- [11] HR 9 juli 1990, ECLI:NL:HR:1990:AC0960 (*Sluis*); Hof Amsterdam (OK) 9 januari 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:6, *JOR* 2014/97, m.nt. C.D.J. Bulten (*KLM*). Bij beide uitspraken ging het wel om structurele reservering; B. Bier, 'Betekent winstrecht ook recht op winst?' in: P.J. van der Korst, R. Abma & G.T.M.J. Raaijmakers (red.), *Handboek onderneming en aandeelhouder*, Deventer: Kluwer 2012, p. 184.
- [12] Hof Amsterdam (OK) 6 juni 2011 ECLI:NL:GHAMS:2011:BQ9757, *JOR* 2011/282 m.nt. J.M. Blanco Fernández (*Jeezet*).
- [13] Verplichte aandeelhoudersgoedkeuring in gelijke omstandigheden als bij art 2:107a (doch niet naar analogie): zie Hof Amsterdam 7 april 2021 ECLI:NL:GHAMS:2021:1018 (*Human Concern*). Zie voor een kritische noot: W.J.M. van Veen, 'Art. 2:107a BW - wel of niet analoog van toepassing op de bv?', *WPNR* 2022/7383.

In debat met Van Andel 2024/18.10

18.10 Overige gronden voor vorderingen jegens de vennootschap

mr. M.E.C. Lok, datum 07-09-2023

Datum	07-09-2023
Auteur	mr. M.E.C. Lok
JCDI	JCDI:ADS933312:1
Vakgebied(en)	Insolventierecht (V)

Naast de onrechtmatige daad zijn andere rechtsgronden denkbaar, afhankelijk van hoe de aandeelhouder is benadeeld. Als er sprake is van een aandeelhoudersovereenkomst waarbij de vennootschap partij is, kan wellicht een beroep worden gedaan op artikel 6:74 BW. Op grond van artikel 2:394 lid 7 BW kunnen belanghebbenden van de vennootschap nakoming van de openbaarmakingsverplichtingen ex artikel 2:394 leden 1 t/m 5 BW vorderen. Hieronder vallen aandeelhouders.^[1] Leden 1 t/m 5 hebben tot doel dat

belanghebbenden kennisnemen van verslaggeving met de vorm en inhoud voorgeschreven in titel 9 van Boek 2. Daarvan is onvoldoende sprake als de verslaggeving misleidend is. Dit speelt bijvoorbeeld als de jaarrekening niet is vastgesteld en/of sinds opmaken op belangrijke punten is gewijzigd.^[2] De procedure kan niet gevoerd worden binnen de jaarrekeningprocedure, maar dat betekent niet dat de gewone rechter niet kan kijken naar de inhoud van verslaggeving binnen de context van artikel 2:394 lid 7 BW.^[3] Er is weinig jurisprudentie beschikbaar. In *Dexia* vorderden partijen met effectenlease overeenkomsten op grond van lid 7 dat Dexia alsnog “*volledige*” en “*rechtens juiste*” jaarrekeningen openbaar zou maken.^[4] Het ging geïntimeerden dus niet alleen om de openbaarmaking zelf. De vordering werd afgewezen, maar niet vanwege een verkeerde of te brede lezing van lid 7.^[5] De rechtbank Arnhem legt lid 7 wel beperkt uit, maar alleen in die zin dat het geen grond vormde voor het vorderen van een afschrift, enkel voor openbaarmaking.^[6] Het ging daar niet om een juiste inhoud. De jurisprudentie staat dus niet in de weg aan een beroep op lid 7 binnen de genoemde context.

Daarnaast kunnen op misleiding gebaseerde rechtshandelingen mogelijk worden vernietigd op basis van dwaling of bedrog. Dat kan ook zo zijn als de verslaggeving niet rechtstreeks aan de aandeelhouder is verstrekt in verband met de rechtshandeling waarvan vernietiging wordt gevraagd, al kan dit een rol spelen.^[7] Bedrog ziet op een onjuiste mededeling en het verzwijgen van enig feit. Er moet dan wel (voorwaardelijk) opzet worden bewezen. Een obstakel is mogelijk dat het bedrog door de vennootschap plaatsvindt, terwijl de te vernietigen rechtshandeling wellicht met een derde is aangegaan. Het uitbrengen van een stem in de algemene vergadering wordt ook beschouwd als een rechtshandeling,^[8] maar deze lijkt niet te kunnen worden vernietigd omdat artikel 2:13 lid 1 BW hieraan in de weg staat.^[9] Dwaling ligt mogelijk eerder voor de hand. Een mededelingsplicht van de vennootschap zal al snel aanwezig worden geacht als het vereiste inzicht niet wordt verstrekt.^[10] Een meldingsplicht aannemen omtrent financiële verslaggeving voor een ander dan de bestuurder, commissaris, nauw betrokken aandeelhouder of vennootschap zelf is lastig denkbaar. Dwaling leidt overigens niet automatisch tot een schadevergoedingsplicht.^[11] Wederzijdse dwaling kan worden aangenomen als de onjuiste voorstelling ook wat betreft de wederpartij invloed gehad heeft op de inhoud van de overeenkomst, bijvoorbeeld op de prijsstelling.^[12] Als een aandeelhouder tegen een te lage prijs verkoopt, kan dit echter toch voor rekening komen van de aandeelhouder.^[13] In *ABC Hekwerk Participatie c.s./Rookie B.V.* wordt een overeenkomst tussen een voormalig en toetredende aandeelhouder waarin aandelen worden gekocht volgens het hof terecht vernietigd wegens dwaling.^[14] Het betrof onder meer inlichtingen in de overnamebalans. Hoewel het hof een beroep op art. 3:53 BW deels honoreerde, ging het hof daarbij wel uit van een koop prijs, nadat die was verminderd met de correctie in verband met de dwaling.

Misleiding kan mogelijk een rol spelen bij een vordering tot uittreding (art. 2:343 BW) ingesteld tegen bijvoorbeeld de vennootschap vanwege het gedrag van de vennootschap. Het component misleiding kan dan worden gecompenseerd door een billijke prijsverhoging art. ex 2:359c BW, waarvoor de toets beduidend minder streng lijkt dan voor een aansprakelijkheidsvordering en er mogelijk op deze wijze alsnog afgeleide schade kan worden gecompenseerd.^[15]

Voetnoten

[1] Dat blijkt onder meer uit een (door het Unierecht geblokkeerde) Duitse regeling om dit vorderingsrecht te beperken tot vennoten, schuldeisers en ondernemingsraad. HvJ EG 4 december 1997, ECLI:EU:C:1997:581, *TVVS* 1998/12 ECLI:EU:C:1997:581 (*Daihatsu*); G.P. Oosterhoff in: *GS Rechtspersonen*, art. 2:394 BW, aant. 6..

[2] Anders zie G.P. Oosterhoff in: *GS Rechtspersonen*, art. 2:394 BW, aant. 6.

[3] Dit ziet alleen op de inrichting niet op openbaarmaking. HR 3 februari 1988, ECLI:NL:HR1988:AB8293, r.o. 4,5, *NJ* 1989/225 m.nt. J.M.M. Maeijer.

[4] Hof Amsterdam, 17 mei 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:1917, *NJF* 2015/107 (*Dexia*) en Hof Amsterdam 10 juni 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:3054 (*Dexia*).

[5] Ook geen belang maar eveneens geen oordeel dat lid 7 te breed is gelezen: Rb Rotterdam 12 december

2022, ECLI:NL:RBROT:2022:10845. De uitspraak lijkt overigens moeilijk te passen bij HR 3 februari 1988, ECLI:NL:HR1988:AB8293, NJ 1989/225, m.nt. J.M.M. Maeijer.

[6] Rb. Arnhem 19 november 2007, ECLI:NL:RBARN:2007:3918.

[7] HR 1 februari 2013, LJN BY3129, NJ 2013/84 (*Van Leeuwen/Lips*).

[8] *Kamerstukken II* 2005/06, 30019, nr. 7 (NnavV), p. 7.

[9] B. Kemp, *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid* (diss. Maastricht), VDHI nr. 129, Deventer: Wolters Kluwer 2015/7.3 en 7.4.3 en 4.3.3.

[10] Een onderzoeksplicht mogelijk minder snel omdat de dwalende afgaat op mededelingen van de vennootschap/wederpartij. HR 15 november 1957, ECLI:NL:HR:1957:AG2023, NJ 1958/67, m.nt. L.E.H. Rutten (*Baris/Riezenkamp*); HR 21 januari 1966, ECLI:NL:HR:1966:AC4621, NJ 1966/183, m.nt. G.J. Scholten (*Booy/Wisman*); HR 30 november 1973, NJ 1974/97, m.nt. G.J. Scholten (*Van der Beek/Van Dartel*); HR 10 april 1998, NJ 1998/666, m.nt. W.M. Kleijn (*Offringa/Vinck en Van Rosberg*) en HR 16 december 2022, ECLI:NL:HR:2022:1870 (*Zeilcharterschip*).

[11] Concl. A-G Hartlief, ECLI:NL:PHR:2023:658, par. 2.22.

[12] *Asser/Hijma* 7-I 2019/348.

[13] HR 19 juni 1959, ECLI:NL:HR:1959:217, NJ 1960/59, m.nt. J.H. Beekhuis (*Kantharos van Stevensweert*).

[14] Concl. A-G Hartlief, Parket HR 7 juli 2023, ECLI:NL:PHR:2023:658; deze ziet op Hof Den Bosch 28 april 2020, ECLI:NL:GHSHE:2020:1440 en Hof Den Bosch 19 juli 2022, ECLI:NL:GHSHE:2022:2429.

[15] Hof Amsterdam (OK), ECLI:NL:GHAMS:2018:4684, JOR 2019/104, m.nt. D.J.F.F.M. Duynstee (*Xeikon*); Hof Amsterdam (OK), ECLI:NL:GHAMS:2019:276, JOR 2019/105, m.nt. D.J.F.F.M. Duynstee (*Sirowa*).

In debat met Van Andel 2024/18.11

18.11 Conclusie

mr. M.E.C. Lok, datum 07-09-2023

Datum	07-09-2023
Auteur	mr. M.E.C. Lok
JCDI	JCDI:ADS933274:1
Vakgebied(en)	Insolventierecht (V)

Fake news. Alternative facts. Het is allemaal aan de orde van de dag. Geen aandeelhouder, echter, die dit aanvaardt in de financiële verslaggeving. Daar wil men toch blind van uit kunnen gaan. Helemaal kan dat nooit. Verslaggeving bestaat in grote mate uit aannames en inschattingen, waarbij een ruime mate van beoordelingsvrijheid geldt. Er is ruimte voor verschil van mening.^[1] Er is pas wat aan de hand als de beoordelingsvrijheid in dier mate (materieel) wordt overschreden dat er niet langer een getrouw beeld wordt gegeven van de toestand van de vennootschap. Of zij meer op afstand staan of actief betrokken zijn, aandeelhouders hebben een bijzondere positie in de vennootschap. Die positie wordt ingekleurd door art. 2:8 BW en de daaruit voortvloeiende zorgvuldigheidsplichten. Ook het vennootschappelijke belang wordt mede ingevuld door de individuele belangen van de aandeelhouders. Hun doelstellingen geven in meer of mindere

mate mede richting aan de vennootschap. Zij zijn voor hun inlichtingen en verantwoording (achteraf) in beginsel afhankelijk van de financiële verslaggeving. Uit dit alles kan verantwoordelijkheid jegens de aandeelhouders worden ontleend; namelijk om hen niet te misleiden. Daartegenover staat dat zij als orgaan een belangrijke mate van zeggenschap hebben, ook ten aanzien van de jaarrekening. Zij mogen deze immers vaststellen (of niet). Zij beschikken over informatie over de onderneming, de toekomstplannen en verwachtingen, waarover derden niet beschikken; althans zij hebben de mogelijkheid daarover te beschikken. Aandeelhouders hebben daarom ook een bepaalde verantwoordelijkheid om zich afdoende te laten informeren. Er is dan minder ruimte voor misleiding. Dit geldt te meer naar mate een aandeelhouder boven op de onderneming zit en vergaande goedkeuring of instructierechten heeft.

Een aandeelhouder kan diverse rechtsmiddelen inzetten zoals vernietiging vanwege bedrog of dwaling, de verplichting tot nakoming van (volledige en correcte) openbaarmaking of zelfs een vordering tot uittreding. De meest voor de hand liggende vordering is echter onrechtmatige daad. Omdat eigen onkunde niet op de vennootschap mag worden afgewenteld, geldt als ondergrens de gemiddelde, oplettende aandeelhouder als Maatman. Heeft de aandeelhouder wel specialistische kennis (ingeschakeld) dan wordt daar ook acht op geslagen. Alle omstandigheden moeten immers worden betrokken. Een rechter mag niet snel overgaan tot het oordeel misleidende verslaggeving. Oordeelt een rechter dat hiervan sprake is, dan is het wat mij betreft niet noodzakelijk om nog opzet of verwijtbaarheid aan te tonen. Als de vennootschap er een dusdanig potje van heeft gemaakt dat de verslaggeving niet het vereiste inzicht verstrekt en aandeelhouders misleid, dan is de verwijtbaarheid een gegeven. Met name in het licht van de eisen die de wet stelt aan administratie en financiële *housekeeping*, het doel en relevantie van de plicht tot verantwoording en de bestuurstaak en toerekening daarvan aan de vennootschap. Enig opzet aan de zijde van (het bestuur van) de vennootschap is dan volstrekt irrelevant. Schuld kan worden afgeleid uit de feiten en omstandigheden die maken dat er sprake is van misleiding.

Een aandeelhouder kan al snel tegen de beperkingen van afgeleide schade aanlopen. Vorderingen van de vennootschap jegens bijvoorbeeld het bestuur leidt niet tot een aansprakelijkheid van de vennootschap ten opzichte van de aandeelhouders. Aandeelhouders staat in de wettelijke rangorde ook achteraan in de rij staan als verstrekkers van risicodragend kapitaal. Er kan bij misleidende verslaggeving niettemin sprake zijn van schending van een zelfstandige zorgvuldigheidsnorm ten opzichte van zowel de zittende als de toetredende aandeelhouder. Een aandeelhouder leidt bijvoorbeeld schade bij investeringsbeslissingen door misleidende verslaggeving omdat dit een behoorlijke oordeelsvorming in de weg stond. Causaal verband zal mogelijk een obstakel vormen voor een succesvolle vordering. Wat mij betreft moet worden aangetoond dat er sprake is van een daadwerkelijk kennismaken van de misleidende verslaggeving en daarop gefundeerd handelen. Ik zie daarmee een ruimere mogelijkheid tot aansprakelijkheidstelling van de vennootschap door aandeelhouders dan Van Andel en Rutten dat deden.

Voetnoten

[1] Hof Den Haag 11 juli 2023, ECLI:NL:GHDHA:2023:1314: “*Dat accountants en of partijen verschillend naar cijfers kijken is niet ongebruikelijk.*” Bij een verschil van inzicht kan de rechter de knoop doorhakken.