

‘Fortis is gered.’ Geen misleiding door de staat

Bb 2017/32

1. Inleiding

“Fortis is gered.”

Met deze woorden informeerde toenmalig Minister van Financiën Wouter Bos op 28 september 2008 de kijkers tijdens een interview over de – zo later bleek, eerste – reddingsoperatie van het Belgisch-Nederlandse bank- en verzekeringsconcern Fortis door de Belgische, Luxemburgse en Nederlandse Staat. Nederland leverde een kapitaalbijdrage van € 4,0 miljard in ruil voor 49% van de aandelen in Fortis Bank Nederland Holding waarmee de grootste financiële problemen van het concern moesten worden verholpen. Dit bleek onvoldoende om Fortis te redden. Op 3 oktober 2008 kondigde de Nederlandse Staat de nationalisatie van Fortis aan.

Tussen de aankondiging van de eerste reddingsactie op 28 september 2008 en de nationalisatie op 3 oktober 2008 zijn er beleggers geweest die aandelen hebben (bij) gekocht in Fortis of hun portfolio Fortisaandelen hebben behouden. Na de aankondiging van de nationalisatie zagen zij de prijs van hun aandelen zakken naar € 1,93 en even later naar € 1,00. Een aantal van hen heeft zich verenigd in Stichting FortisEffect (hierna: FortisEffect) en betoogd dat zij in de aanloop naar de nationalisatie zijn misleid door zowel Fortis als de Nederlandse Staat over de situatie rondom Fortis.

FortisEffect is een collectieve actie gestart en heeft bij het Hof Amsterdam een verklaring voor recht gevorderd inhoudende dat Fortis en de Nederlandse Staat onrechtmatig hebben gehandeld. De vordering was gebaseerd op art. 5:58 (oud) van de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft), waarin het verbod is vastgelegd op het verspreiden van informatie ‘waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is’ met betrekking tot financiële instrumenten.² Op 29 juli 2014 heeft het hof beslist dat Fortis dit verbod heeft geschonden en daarmee onrechtmatig heeft gehandeld. De Staat heeft zich volgens het hof echter niet schuldig gemaakt aan het doen van misleidende mededelingen en heeft daarmee niet onrechtmatig gehandeld.

Op 30 september 2016 heeft de Hoge Raad arrest gewezen. Deze bijdrage zal ingaan op art. 5:58 (oud) Wft en de rol daarin van de maatman-belegger, de rol van de financiële crisis in deze zaak en de invloed van Europees financieel recht op de privaatrechtelijke normstelling.

1 J.T. Tegelaar is als docent en junior onderzoeker verbonden aan het Hazelhoff Centre for Financial Law van de Universiteit Leiden.

2 Thans art. 15 Verordening Marktmissbruik jo. art. 12 lid 1 sub c Verordening Marktmissbruik (Verordening (EU) Nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014).

2. Waren De Mededelingen Misleidend? De Maatstaf

2.1 Art. 5:58 Wft als aansprakelijkheidsgrondslag

FortisEffect heeft in de procedure voor het hof aan de vordering tot aansprakelijkheid van de Staat en Fortis art. 5:58 lid 1 sub d (oud) Wft ten grondslag gelegd, dat eenieder (waaronder de Staat) verbiedt:

“informatie te verspreiden waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van financiële instrumenten, terwijl de verspreider van die informatie weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat die informatie onjuist of misleidend is.”

Dit verbod op informatiemanipulatie, een vorm van marktmanipulatie, is een publiekrechtelijke gedragstoezichtnorm die hoofdzakelijk bestuursrechtelijk werd gehandhaafd door de Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM). Deze norm is thans vastgelegd in art. 15 van de nieuwe Verordening Marktmissbruik jo. art. 12 lid 1 sub c van de nieuwe Verordening Marktmissbruik.³ Art. 5:58 (oud) Wft kan in zijn hoedanigheid van publiekrechtelijke toezichtnorm op zichzelf geen grondslag vormen voor civielrechtelijke aansprakelijkheid.⁴ Wel kan schending van deze toezichtnorm via art. 6:162 BW een onrechtmatige daad opleveren, omdat schending daarvan kwalificeert als een doen of nalaten in strijd met een wettelijke plicht.⁵ Andere mogelijke grondslagen voor schadevergoedingsacties wegens misleidende ‘ad-hocmededelingen’ met betrekking tot financiële instrumenten zijn art. 6:194 BW inzake misleidende reclame en art. 6:193c BW inzake misleidende handelspraktijken.⁶

2.2 De maatstaf

2.2.1 De maatman-belegger

Bij de beoordeling of de uitlatingen van de Staat en Fortis kwalificeren als misleidend in de zin van art. 5:58 (oud) Wft is het hof uitgegaan van de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger: de zogeheten maatman-belegger.⁷ FortisEffect heeft meerdere klachten

3 Verordening (EU) Nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014.

4 Zie ook A-G Timmerman, ECLI:NL:PHR:2016:163, punt 3.24.

5 Zie ook A-G Timmerman, ECLI:NL:PHR:2016:163, punt 3.14, 3.23-3.24; O.O. Cherednychenko, ‘Het private in het publiek recht: over de opmars van het financiële ‘toezichtprivaatrecht’ en zijn betekenis voor het verbintenissenrecht’, *RMThemis* 2012, p. 229.

6 Zie ook: B.J. de Jong, *Schade door misleiding op de effectenmarkt* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2010, p. 1-2. Voor een beroep op deze bepalingen is vereist dat de mededelingen verband houden met de verkoopbevordering van financiële instrumenten, waarvan bijvoorbeeld sprake is als de uitlatingen worden gedaan in de aanloop naar een emissie.

7 Hof Amsterdam 29 juli 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:3005, r.o. 4.2.5 onder verwijzing naar HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, *NJ* 2014/201 (*VEB/World Online*).

gericht tegen toepassing van deze maatstaf met de strekking dat art. 5:58 (oud) Wft daarvoor geen ruimte biedt. Voor misleiding is in deze opvatting de hoedanigheid van de ontvanger niet van belang. Het verspreiden van onjuiste of onvolledige informatie zou voor de normstelling van deze bepaling dan gelijkstaan aan misleiding.⁸ De Hoge Raad bespreekt deze klacht niet als zodanig en overweegt dat de maatstaf door het middel in algemene zin niet wordt bestreden.⁹ A-G Timmerman gaat in zijn conclusie wel in op de (toepassing van) maatstaf en concludeert dat het hof met de maatman-belegger de juiste maatstaf heeft gehanteerd.¹⁰

Met de maatstaf van de maatman-belegger sluit het hof aan bij het in 2009 door de Hoge Raad gewezen arrest *World Online* inzake civielrechtelijke prospectusaansprakelijkheid voor misleidende mededelingen van een uitgevende instelling.¹¹ Toepassing van deze maatstaf brengt mee dat het verspreiden van onjuiste of onvolledige informatie op zichzelf niet per definitie misleidend is. Daarnaast moet namelijk aannemelijk zijn 'dat de mededeling, gelezen in de context waarin deze is geplaatst, van materieel belang is voor de beleggingsbeslissing van de 'maatman-belegger'".¹² Dit criterium behelst zowel een relevantiestandaard als een objectivering daarvan. In deze opvatting is niet iedere onjuistheid of onvolledigheid misleidend. Of sprake is van misleiding moet worden bepaald aan de hand van het geobjectiverde criterium van de maatman-belegger.

Biedt de normstelling van art. 5:58 (oud) Wft inderdaad ruimte voor het criterium van de maatman-belegger? De gedraging die art. 5:58 (oud) Wft verbiedt is de verspreiding van informatie waarvan een 'onjuist of misleidend signaal' uitgaat. Nelemans leidt uit het woord 'signaal' af dat de normstelling ruimte biedt voor een relevantiestandaard.¹³ Het Amerikaans Hooggerechtshof heeft de praktische wenselijkheid van een dergelijke relevantiestandaard, de *materiality requirement*, bij informatiemaniplatie onderbouwd met de volgende beeldspraak: 'management's fear (...) may cause it simply to bury the shareholders in an avalanche of trivial information'.¹⁴ Een dergelijke stortvloed aan informatie zou de transparantie van de financiële markten, juist een van de doelstellingen van het verbod op marktmanipulatie, niet ten goede komen. Ten aanzien van de objectivering van de relevantiestandaard met het criterium van de maatman-belegger licht A-G Timmerman in zijn conclusie toe dat zowel het College van Beroep voor het bedrijfsleven (hierna: CBB) als de AFM een maatman-criterium hanteert bij toepassing van art. 5:58 (oud) Wft als publiekrechtelijke norm-

stelling.¹⁵ Doctrine alsook de toepassing door het CBB en de AFM bieden dus ruimte voor het 'inlezen' van de maatstaf van de maatman-belegger in art. 5:58 (oud) Wft.

2.2.2 De context: crisissituaties, dilemma's en de bijzondere hoedanigheid van de minister

In deze zaak heeft de context van de crisissituatie een expliciete en doorslaggevende rol gespeeld in de uitkomst dat de mededelingen niet onjuist of niet misleidend waren. Bevoegd kan echter worden dat die mededelingen door de minister ontegenzeggelijk misleidend waren en dat de crisissituatie dus een andere rol had moeten worden toegedicht, namelijk die van een rechtvaardigingsgrond. Om beide rollen toe te lichten zal ik terugrijpen op het onderscheid dat het hof heeft gemaakt tussen mededelingen gedaan in twee periodes:

- de periode van zondagavond 28 september 2008 (aankondiging eerste reddingsoperatie) tot dinsdagmiddag 30 september 2008 (minister wist dat zwaardere maatregelen noodzakelijk waren);
- de periode vanaf dinsdagavond 30 september 2008 (minister wist dat zwaardere maatregelen noodzakelijk waren) tot vrijdagavond 3 oktober 2008 (aankondiging nationalisatie).

In periode a. wist niemand of de eerste reddingsoperatie zou slagen, ook de minister niet. Het vertrouwen in een succesvolle afloop werd wel meermaals uitgedragen door de minister, waaronder met de fameuze woorden 'Fortis is gered'. Ook noemde de minister Fortis een 'gezonde financiële instelling (...) waar mensen met een gerust hart hun geld [aan] kunnen toevertrouwen'. Het hof acht onder meer deze woorden, gezien tegen de achtergrond van het bijna-faillissement van Fortis dat weekend, niet onjuist.¹⁶ De woorden 'Fortis is gered' betekenden zoveel als 'Fortis is voor nu even gered'¹⁷ en niet 'Fortis is gered; het is veilig in Fortis te beleggen'.¹⁸ Het weglaten van enig voorbehoud dat eventueel zwaardere maatregelen nodig waren vormde bovendien geen misleidende omissie. De maatman-belegger had zelf moeten begrijpen dat de uitwerking van een dergelijke operatie te midden van een financiële crisis niet te voorspellen is.¹⁹ Daarnaast stond de minister voor het dilemma dat in een crisissituatie enerzijds het publiek juist moet worden geïnformeerd en anderzijds dat de genomen noodmaatregelen slechts werken als de boodschap is dat ze effectief zijn.²⁰ De maatman-belegger had dit dilemma moeten onderkennen en moeten begrijpen dat de Staat niets anders kon dan 'vertrouwen uitstralen dat de reddingsoperatie effectief zou zijn'.²¹ De context van de crisissituatie maakt

8 Evenzo K. Rutten & D. Smedts, 'Een nieuw hoofdstuk in de sage 'Fortis'', *TOP* 2015, 171, p. 38-43.

9 HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, *NJ* 2014/201 (*VEB/World Online*), r.o. 3.4.2.

10 A-G Timmerman, ECLI:NL:PHR:2016:163, punt 3.19, 3.64, 3.85.

11 HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, *NJ* 2014/201 (*VEB/World Online*).

12 HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, *NJ* 2014/201 (*VEB/World Online*), r.o. 4.10.4.

13 M. Nelemans, *Het verbod van marktmanipulatie*, Deventer: Kluwer 2007, p. 219.

14 TSC Industries, Inc. v. Norway, Inc. 426 U.S. 438 (1976), p. 425; Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988), p. 231.

15 A-G Timmerman, ECLI:NL:PHR:2016:163, punt 3.17.

16 Hof Amsterdam 29 juli 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:3005, r.o. 4.2.6-4.2.7.

17 Zo begreep de redactie van *GeenStijl* de woorden ook, zie: 'ABN Amro weer in Nederlandse handen', *GeenStijl* 28 september 2008, www.geenstijl.nl/mt/archieven/2008/09/abn_amro_weer_in_nederlandse_h.html.

18 Vgl. noot T.M. Stevens bij CBB 4 maart 2014, ECLI:NL:CBB:2014:67, *JOR* 2014/133.

19 Hof Amsterdam 29 juli 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:3005, r.o. 4.2.7.

20 A-G Timmerman, ECLI:NL:PHR:2016:163, punt 3.22.

21 A-G Timmerman, ECLI:NL:PHR:2016:163, punt 3.22, 3.69, 3.71, 3.79.

derhalve dat de mededelingen gedaan in periode a. niet onjuist, noch misleidend waren.

Voor periode b. geldt dat de minister wel degelijk wist dat de eerste reddingsactie niet succesvol was en dat zwaardere middelen moesten worden ingezet. De minister heeft daarover echter gezwegen toen hij de Tweede Kamer op 2 oktober 2008 in het kader van de Algemene Financiële Beschouwingen informeerde over de eerste reddingsactie.²² Het hof besliste hier eveneens dat het weglaten van de reeds bekende informatie in combinatie met de wel verstrekte informatie de maatman-belegger niet heeft misleid. Het hof overweegt daartoe als volgt:

“4.2.16 (...) Zoals hiervoor overwogen, was het de Staat op donderdag 2 oktober 2008 bekend dat de transactie van zondag 28 september 2008 niet de gewenste gevolgen had gehad. Dat neemt niet weg dat het niettemin op zijn weg lag de Tweede Kamer te informeren over de achtergrond van die transactie op de wijze waarop dat is gedaan. Naar het oordeel van het hof kon de Staat – gezien de grote belangen van het financiële stelsel – op dat moment in redelijkheid de keuze maken nog geen informatie te verschaffen over het voornemen zwaardere maatregelen te treffen omdat dit – naar redelijke inschatting – het vertrouwen in Fortis onmiddellijk nog verder zou doen afnemen en mogelijk kon leiden tot onbeheersbare gevolgen voor Fortis en het bancaire stelsel. (...)”

Aldus beslist het hof dat de informatieverstreking door de minister niet misleidend was voor de maatman-belegger, omdat het gezien het algemeen belang gerechtvaardigd was te zwijgen over de te treffen zwaardere maatregelen. In de analyse van A-G Timmerman beschrijft het hof waar hij oordeelt dat het gerechtvaardigd was dat de minister zweeg over de geplande nationalisatie²³ en dat de Staat geen verwijt kan worden gemaakt²⁴, in feite een overmachtsituatie, maar verbindt daaraan niet de juiste rechtsgevolgen.²⁵ A-G Timmerman bekritiseert deze benadering.²⁶ Allereerst omdat het antwoord op de vraag of mededelingen misleidend zijn niet afhankelijk is van de aan- of afwezigheid van overmacht.²⁷ Ten tweede omdat de rechtvaardigingsgrond op die manier als het ware een bestanddeel wordt van de norm van art. 5:58 (oud) Wft. Nu ook de AFM en de bestuursrechter deze norm toepassen acht hij het in het bijzonder van belang de norm ‘zuiver’ te houden.²⁸

In lijn met het bovenstaande klaagt een van de middelen dat het oordeel van het hof dat de mededelingen in combinatie met het achterwege laten van het volledige verhaal door de minister op 2 oktober 2008 niet misleidend waren,

onvoldoende is gemotiveerd dan wel onbegrijpelijk is. A-G Timmerman oordeelt dat deze klacht slaagt. Volgens hem heeft het hof onvoldoende onderkend dat de informatieverstreking door de minister kan worden gekwalificeerd als misleidend, omdat de achterwege gelaten informatie over het mislukken van de eerste reddingsoperatie essentieel was.²⁹ De Hoge Raad acht het oordeel van het hof echter niet onbegrijpelijk. De Hoge Raad legt overweging 4.2.16 van het hof zo uit dat de uitlatingen van de minister tijdens de Algemene Financiële Beschouwingen ‘mede gelet op de bewoordingen die de Minister heeft gekozen’ slechts een verantwoording waren van de eerste reddingsoperatie.³⁰ De maatman-belegger had dus moeten begrijpen dat de minister geen weergave gaf van de actuele situatie.

De Hoge Raad verwacht veel van de maatman-belegger, bijvoorbeeld ten aanzien van de mededeling dat ‘een nood-situatie’ zou worden voorkomen ‘[d]oor middel van goed toezicht en zeer vroegtijdig ingrijpen, zoals wij bij Fortis hebben gedaan’.³¹ Daarnaast sprak de minister wederom over Fortis als ‘een in principe gezond en nog gezonder te maken bedrijf’.³² Boogaard is dan ook kritisch in zijn noot bij het arrest en vindt dat niet van de maatman-belegger kan worden gevergd dat hij begreep dat de minister slechts verantwoording aflegde over de eerste reddingsoperatie.³³ Ook naar mijn idee zou wat betreft periode b. een betere oplossing zijn geweest de mededelingen wel te kwalificeren als misleidend, maar niet als onrechtmatig als gevolg van de overmachtsituatie. In deze opvatting is de maatman-belegger door de minister misleid, maar was het geheimhouden van het slechte nieuws gerechtvaardigd in het licht van het algemeen belang en de belangen van het financiële stelsel. Deze uitkomst is mijns inziens een getrouwere weerspiegeling van de werkelijkheid en zou vanuit dogmatisch oogpunt beter zijn geweest.

In cassatie is ook opgekomen tegen het (gebrek aan) belang dat het hof heeft toegekend aan de omstandigheid dat een deel van de mededelingen is gedaan door de Minister van Financiën. Geklaagd wordt onder meer dat voor de minister in diens ‘bijzondere hoedanigheid’ een strengere maatstaf geldt.³⁴ De Hoge Raad oordeelt dat waar het middel betoogt dat voor de minister een strengere maatstaf geldt, sprake is van een onjuiste rechtsopvatting. Dat de mededelingen zijn gedaan door de minister moet wel als omstandigheid worden betrokken bij de vraag of de mededelingen misleidend waren, maar brengt geen wijziging aan in de maatstaf zelf, aldus de Hoge Raad.³⁵ In het licht van het criterium van de maatman-belegger is het bijvoorbeeld goed denkbaar dat onjuiste mededelingen van een minister sneller misleidend zijn. Dergelijke mededelingen zullen door de maatman-belegger namelijk sneller in aanmerking worden genomen bij zijn beleggingsbeslissing – en dus materieel zijn – dan

22 Voor een verslag van deze Algemene Financiële Beschouwingen op 2 oktober 2008, zie: *Handelingen II 2008/09*, 9, p. 560-614.

23 Hof Amsterdam 29 juli 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:3005, r.o. 4.2.16.

24 Hof Amsterdam 29 juli 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:3005, r.o. 4.3.5.

25 A-G Timmerman, ECLI:NL:PHR:2016:163, punt 3.28.

26 A-G Timmerman, ECLI:NL:PHR:2016:163, punt 3.24-3.28 en 3.112.

27 Al spelen de omstandigheden die een overmachtsituatie in het leven kunnen roepen, zoals in deze zaak de crisissituatie, ook een rol bij de vraag of sprake was van misleiding.

28 A-G Timmerman, ECLI:NL:PHR:2016:163, punt 3.28 en 3.112.

29 A-G Timmerman, ECLI:NL:PHR:2016:163, punt 3.114.

30 HR 30 september 2016, ECLI:NL:HR:2016:2213, r.o. 3.10.

31 *Handelingen II 2008/09*, 9, p. 562.

32 *Handelingen II 2008/09*, 9, p. 571.

33 Noot van G. Boogaard bij HR 30 september 2016, ECLI:NL:HR:2016:2213, AB 2016/398.

34 HR 30 september 2016, ECLI:NL:HR:2016:2213, r.o. 3.5.1-3.5.2.

35 HR 30 september 2016, ECLI:NL:HR:2016:2213, r.o. 3.5.2.

dezelfde mededelingen door een anonieme belegger op een beleggersforum. A-G Timmerman overweegt in zijn conclusie dat aan uitlatingen van een uitgevende instelling waarschijnlijk meer gewicht zou moeten toekomen dan aan uitlatingen van een minister, omdat deze uitgevende instelling beter op de hoogte is van de eigen situatie dan de overheid.³⁶ Ik denk niet dat uitlatingen van een minister en van een uitgevende instelling in gewicht van elkaar zullen verschillen vanuit het perspectief van de maatman-belegger. Dat lijkt mij zeker het geval als beide partijen reeds nauw bij elkaar zijn betrokken, zoals bij de minister en Fortis het geval was.

3. Europese Toezichtnormen In Het Nationaal Privaatrecht

3.1 Inleiding

In een aantal recente arresten van het Hof van Justitie van de Europese Unie (hierna: het Hof van Justitie) is de doorwerking van Europeesrechtelijke toezichtnormen in het nationaal privaatrecht ter sprake gekomen. Een vraag die zich voordoet ten aanzien van de doorwerking van deze toezichtnormen in het privaatrecht, is of het nationaal recht moet voorzien in civielrechtelijke aansprakelijkheid indien de toezichtnorm is geschonden. In het verlengde daarvan rijst de vraag of altijd aansprakelijkheid moet worden aangenomen als sprake is van een schending, of dat schending van een publiekrechtelijke norm niet altijd hoeft te leiden tot civielrechtelijke aansprakelijkheid.

Dergelijke vragen doen zich ook hier voor, omdat art. 5:58 (oud) Wft een Europese voorvader heeft: de Richtlijn Markt-misbruik.³⁷ Het is dus van belang te onderzoeken hoe de invulling van art. 5:58 (oud) Wft wordt beïnvloed door het Europees recht.³⁸ De Hoge Raad is in dit arrest niet op deze doorwerkingsvraagstukken ingegaan. A-G Timmerman wijdt hieraan echter wel een aantal punten in zijn conclusie.

3.2 Art. 5:58 Wft als implementatie van de Richtlijn Markt-misbruik

Art. 5:58 (oud) Wft betreft een implementatie van art. 5 Richtlijn Markt-misbruik jo. art. 1 lid 2 sub c Richtlijn Markt-misbruik. Deze Richtlijn verplicht de Europese lidstaten onder meer een verbod op marktmanipulatie in hun nationaal recht op te nemen. De handhaving van dit verbod moet op grond van de Richtlijn (in ieder geval) via het bestuursrecht plaatsvinden.³⁹ De Richtlijn regelt niets omtrent civielrechtelijke aansprakelijkheid ingeval van marktmanipulatie.⁴⁰

Bij gebreke van een Unierechtelijke regeling is de kwestie van civielrechtelijke aansprakelijkheid wegens schending van art. 5:58 (oud) Wft in beginsel dus een aangelegenheid van de lidstaten. Toch kunnen Europeesrechtelijke instrumenten die op het eerste gezicht slechts nopen tot bestuurs-

rechtelijke handhaving, zoals de Richtlijn Markt-misbruik, het nationaal privaatrecht beïnvloeden. Deze beïnvloeding kan plaatsvinden via de zogeheten beginselen van gelijkwaardigheid en doeltreffendheid.⁴¹ Via deze beginselen waakt het Hof van Justitie ervoor dat het Europees recht gelijkwaardig aan nationaal recht kan worden afgedwongen en dat Europees recht effectief kan doorwerken in de nationale rechtsordes.

A-G Timmerman beperkt zich tot een bespreking van de invloed van het Europees recht op de toelaatbaarheid van een beroep op een civielrechtelijke rechtvaardigingsgrond in deze procedure gebaseerd op schending van art. 5:58 (oud) Wft.⁴² De vraag die daartoe moet worden beantwoord is of het toestaan van een civielrechtelijke rechtvaardigingsgrond, waaronder een beroep op overmacht, de effectieve doorwerking van het verbod op het doen van misleidende mededelingen disproportioneel belemmert. A-G Timmerman concludeert dat dit niet het geval is: het beginsel van doeltreffendheid laat de lidstaten veel ruimte zelf te voorzien in de regels omtrent civielrechtelijke handhaving en een beroep op overmacht is slechts in uitzonderlijke gevallen succesvol.⁴³

Mij lijkt de conclusie van A-G Timmerman juist. Waar het Europees recht zwijgt over de civielrechtelijke gevolgen van een schending, is het aan de lidstaten deze gevolgen te bepalen. Daarbij dienen wel de beginselen van gelijkwaardigheid en doeltreffendheid in acht te worden genomen. Busch beoogt wel dat het doeltreffendheidsbeginsel ertoe noopt de nationale civielrechtelijke norm niet 'soepeler' te laten zijn dan de Europese publiekrechtelijke toezichtnorm.⁴⁴ Past de nationale rechter wel een soepelere norm toe, dan zou dat betekenen dat 'succesvolle acties in de praktijk onmogelijk of uiterst moeilijk' worden gemaakt. Er is dan strijd met het doeltreffendheidsbeginsel. Ik kan mij daarin niet vinden. Het doeltreffendheidsbeginsel laat de lidstaten veel ruimte de civielrechtelijke gevolgen te bepalen als daaromtrent op Europees niveau niets is bepaald. Het honoreren van een civielrechtelijke rechtvaardigingsgrond lijkt mij in beginsel dan ook in overeenstemming met Europees recht.

Als gezegd is art. 5:58 (oud) Wft inmiddels achterhaald als verbodsbepaling voor marktmanipulatie. Dit verbod is thans vastgelegd in art. 12 van de nieuwe Verordening Markt-misbruik.⁴⁵ Ook deze Verordening zwijgt waar het de

36 A-G Timmerman, ECLI:NL:PHR:2016:163, punt 3.33.

37 Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (markt-misbruik).

38 Zie hierover uitgebreid: D. Busch, 'Het Europese effectiviteitsbeginsel effectief omzeild?', AA 2016, p. 867-873.

39 Art. 14 Richtlijn Markt-misbruik.

40 Zo ook A-G Timmerman, ECLI:NL:PHR:2016:163, punt 3.30.

41 Zie: HvJ EU 19 december 2013, ECLI:EU:C:2013:856 (*Hirman/ImmoFinanz*), r.o. 40; HvJ EU 30 mei 2013, ECLI:EU:C:2013:344 (*Genil/Bankinter*), r.o. 57-58.

42 A-G Timmerman, ECLI:NL:PHR:2016:163, punt 3.29.

43 A-G Timmerman, ECLI:NL:PHR:2016:163, punt 3.30. Zo ook: M.W. Wallinga, 'Financiële dienstverlening, publiekrechtelijke gedragsregels en privaatrechtelijke normstelling: lessen uit Duitsland en Europa', *NTBR* 2014/35, par. 5; M. Haentjens, 'Incoherentie verenigd. Privaatrechtelijke concepten onder druk van Europees financieel recht', te verschijnen *TPR* 2017. Anders: D. Busch, 'Het Europese effectiviteitsbeginsel effectief omzeild?', AA 2016, p. 867-873.

44 D. Busch, 'Het Europese effectiviteitsbeginsel effectief omzeild?', AA 2016, p. 871.

45 Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende markt-misbruik (Verordening markt-misbruik) en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie.

civielrechtelijke gevolgen van schending van deze bepalingen betreft. Ik denk dan ook dat de vastlegging van de norm in een verordening geen wijziging zal aanbrengen in de eerder getrokken conclusies.⁴⁶

4. Tot Slot

In drie instanties is beslist dat de Staat in de aanloop naar de nationalisatie van Fortis beleggers niet heeft misleid. De beleggers die naar aanleiding van de mededelingen van de minister Fortisaandelen hebben gekocht kunnen dus geen compensatie krijgen van de Nederlandse Staat. Op 14 maart 2016, elf dagen voor de zitting bij de Hoge Raad, is echter bekendgemaakt dat FortisEffect overeenstemming heeft bereikt over een schikking met Ageas, de rechtsopvolger van Fortis. Fortis-beleggers kunnen hierdoor aanspraak maken op € 1,2 miljard. De schikking ligt op dit moment bij het Hof Amsterdam, dat is verzocht de schikking algemeen verbindend te verklaren op grond van de Wet collectieve afwikkeling massaschade (WCAM).⁴⁷ De gedupeerde Fortisbeleggers worden dus tegemoetgekomen én de zaak tegen de Staat hoeft niet te worden terugverwezen naar het hof: een bevredigend resultaat. De manier waarop de Hoge Raad heeft moeten laveren doet echter gekunsteld aan. De maatman-belegger is door de Hoge Raad toebedacht met een jaloersmakende kennis van de politieke arena en een hoge dosis achterdocht. Dat baat hem echter niet, want het zal niet gemakkelijk zijn deze maatman-belegger in de toekomst nog te misleiden, noch te overtuigen van een goede afloop. De lat voor aansprakelijkheid ligt dus hoog.

46 Anders: V.D. Tountopoulos, 'Market Abuse and Private Enforcement', *ECFR* 2014, p. 306.

47 Stichting ConsumentenClaim heeft een verweerschrift ingediend bij het Hof Amsterdam waarmee het zich verzet tegen een algemeenverbindendverklaring, zie: www.consumentenclaim.nl/claims/fortisclaim/informatie/nieuws-fortisclaim/persbericht.