

Jaarrekeningenrecht en aansprakelijkheidsrecht

Ondernemingsrecht 2017/45

Rechtbank Amsterdam 20 april 2016, nr. C/13/558687 / HA ZA 14-126

m.nt. mr. drs. E.V.A. Eijkelenboom en mr. drs. A.C.W. Pijls¹

ECLI:NL:RBAMS:2016:2191

Oud-werknemer stelt Ahold en haar (oud-)bestuurders aansprakelijk voor misleidende jaarrekening.

X/Koninklijke Ahold N.V. e.a.

In februari 2003 werd Nederland opgeschrikt door een 'boekhoudschandaal' bij Koninklijke Ahold N.V. (hierna 'Ahold'). Ahold, haar toenmalige bestuurders en haar toenmalige accountant worden in de daarop volgende jaren voor het gerecht gedaagd en gedupeerde beleggers stellen een massaschadeclaim in. Een oud-werknemer (hierna: 'eiser') probeert zelfstandig de waardevermindering van zijn aandelenpakket vergoed te krijgen, en dat is de aanleiding voor de onderhavige procedure. Hij stelt Ahold en haar toenmalige CEO en CFO (hierna: 'de bestuurders') aansprakelijk voor de door hem als gevolg van de boekhoudfraude geleden (koers)schade.

1. Feiten² en het geschil

Ahold is de moeder vennootschap van een internationaal detailhandelconcern. Haar aandelen zijn genoteerd aan de effectenbeurs van Euronext Amsterdam. Certificaten van deze aandelen, zogenaamde ADR's, zijn genoteerd aan de New York Stock Exchange. Eiser is van 1978 tot en met 2004 werkzaam geweest bij Ahold en heeft in die periode diverse aandelenopties toegekend gekregen.

Ahold is in de periode 1992 tot 2003 diverse samenwerkingsverbanden aangegaan die zij in haar financiële verslaggeving integraal consolideerde. Nadat er in 1998 discussie ontstond over de consolidatie van de samenwerkingsverbanden zijn er brieven (zogenaamde 'control letters') gestuurd naar de samenwerkende partijen om duidelijkheid te creëren over de zeggenschapsverhouding. In februari 2003 is binnen Ahold bekend geworden dat er bij de Amerikaanse dochter U.S. Foodservice Inc. (hierna 'USF') is gefraudeerd met leverancierskortingen. Tevens kwam aan het licht dat er met betrekking tot een aantal joint ventures zogenoemde 'side letters' bestonden. Op 24 februari 2003 publiceerde Ahold vervolgens een persbericht waarin zij de fraude bij USF bekend maakte en waarin zij tevens aangaf dat zij de in de financiële verslaggeving gebruikte consoli-

datietechniek (met terugwerkende kracht) zou wijzigen van integraal naar proportioneel. Ook werd in het persbericht melding gemaakt van een mogelijke fraude bij haar Argentijnse dochtermaatschappij DAIH en tevens werd bekend gemaakt dat de CEO en de CFO per direct zouden aftreden. Na het verschijnen van dit persbericht is de koers van het aandeel Ahold gedaald van € 9,71 (slotkoers op vrijdag 21 februari 2003) naar € 2,39 (slotkoers op 26 februari 2003). Op 28 februari 2003 en 11 maart 2003 heeft eiser alle door hem gehouden aandelen Ahold in twee delen verkocht.

In 2004 treft Ahold een schikking met het Openbaar Ministerie en in november 2005 treft zij een schikking in het kader van een in de Verenigde Staten tegen haar en USF ingestelde *class action*. Eiser heeft schriftelijk te kennen gegeven van deze schikking te willen worden uitgezonderd. Verder worden de bestuurders in 2009 strafrechtelijk veroordeeld door het Hof Amsterdam.³

In de onderhavige procedure vordert eiser verklaringen voor recht dat Ahold en haar voormalige bestuurders (hierna 'Ahold c.s.') onrechtmatig hebben gehandeld en aansprakelijk zijn voor de door hem geleden schade bestaande in (i) de waardevermindering van zijn aandelenpakket volgend op het persbericht en (ii) de door hem over zijn personeelsopties betaalde belastingen en financieringsrente, welke personeelsopties waardeloos zijn geëxpireerd.⁴ Volgens eiser leveren de door de bestuurders gepleegde consolidatie- en USF fraude een onrechtmatige daad op van Ahold c.s. jegens hem, temeer nu het risico bestond dat, bij bekendwording van die fraudes, het vertrouwen in (het aandeel) Ahold ernstig zou worden geschaad, met een directe koersval van het aandeel Ahold tot gevolg.⁵ Verder grondt hij zijn vordering jegens de bestuurders op art. 2:139 BW.⁶

De rechtbank vat de 'centrale klacht' van eiser aldus op, dat Ahold c.s. het ertoe geleid hebben dat de markt na het persbericht het vertrouwen in Ahold verloor met een koersval van het aandeel Ahold tot gevolg.⁷ De omstandigheid dat beleggers het vertrouwen in een onderneming verliezen, levert naar het oordeel van de rechtbank echter als zodanig geen schending van enige rechtsnorm op.⁸ Bij de beoordeling van de vorderingen komt het er volgens de rechtbank daarom op aan dat steeds wordt gezien welke concrete verwijten eiser maakt, in hoeverre deze jegens hem een onrechtmatige gedraging van (elk van) Ahold c.s. opleveren en of de schade die hij stelt te hebben geleden, daarvan het

¹ Eva Eijkelenboom en Arnoud Pijls zijn werkzaam bij Erasmus School of Law en verbonden aan het Instituut voor Ondernemingsrecht ('IvO') en het IvO Center for Financial Law & Governance ('ICFG').

² Zie voor het uitgebreide feitenrelaas r.o. 2.1-2.22.

³ Zie Hof Amsterdam 28 januari 2009, ECLI:NL:GHAMS:2009:BH1792 (strafzaak CEO) respectievelijk Hof Amsterdam 28 januari 2009, ECLI:NL:GHAMS:2009:BH1789 (strafzaak CFO). Deze arresten zijn in dit tijdschrift geannoteerd door H. de Doelder en M.T. van der Wulp op het punt van valsheid in geschrifte ten aanzien van de 'control letters' (zie *Ondernemingsrecht* 2009/151) en door P.M. van der Zanden op het punt van het consolidatievraagstuk (zie *Ondernemingsrecht* 2009/152).

⁴ Zie r.o. 3.1 en r.o. 4.4 eerste alinea.

⁵ R.o. 3.2 eerste alinea.

⁶ R.o. 3.2 vierde alinea.

⁷ R.o. 4.4 tweede alinea. Ten aanzien van de 'centrale klacht' refereert de rechtbank terzijde aan 'de steeds wat verschuivende stellingen van eiser'.

⁸ R.o. 4.4 tweede alinea.

gevolg is.⁹ Verder stelt de rechtbank bij de verdere beoordeling voorop dat eiser uitdrukkelijk *niet* aan zijn vorderingen ten grondslag legt dat hij bij verwerving of verkoop van zijn aandelen door Ahold c.s. is misleid.¹⁰ Ook grondt hij deze niet op de stelling dat sprake was van misleiding toen hem personeelsopties werden toegekend of dat daarvan sprake was bij de uitoefening van die opties.¹¹ Het aankoopmoment van zijn aandelen acht eiser dus niet van belang.

De rechtbank onderscheidt vervolgens vier concrete verwijten van eiser, waarvan wij de volgende twee bespreken:¹²

1. onjuiste financiële verslaggeving naar *Nederlands* (jaarrekeningen)recht voor de consolidatie van joint ventures;
2. deponeren van, naar in de *Verenigde Staten* toepasselijke maatstaven, onjuiste *reconciliation notes* op het punt van de consolidatie van joint ventures.

2. Beslissing

2.1 Onjuiste financiële verslaggeving naar *Nederlands* jaarrekeningenrecht

In eerdergenoemde strafzaak heeft het Hof Amsterdam de financiële verslaggeving van Ahold reeds uitgebreid beoordeeld op (onder meer) het punt van de consolidatie van joint ventures naar *Nederlands* jaarrekeningenrecht.¹³ Het hof formuleerde als maatstaf voor consolidatie de feitelijke uitoefening van een overwegende zeggenschap over deelnemingen.¹⁴ Kort gezegd is integrale consolidatie van de joint ventures toegestaan wanneer sprake is van feitelijk overwegende zeggenschap. Het hof is aan de hand van contractinformatie, verklaringen en andere documenten uit het strafdossier tot het oordeel gekomen dat het bewijs niet is geleverd dat Ahold geen overwegende zeggenschap had. Ahold licht in deze aansprakelijkheidsprocedure nader toe waarom zij aannam feitelijk overheersende zeggenschap te hebben.¹⁵ Eiser voert hierop geen verweer.¹⁶ De rechtbank neemt het oordeel van het hof – nagenoeg letterlijk – over en concludeert dat '[d]e stelling van eiser dat Ahold in redelijkheid niet mocht aannemen dat zij in de relevante periode binnen de joint ventures een overwegende zeggenschap uitoefende, faalt (...)'.¹⁷ De rechtbank neemt hierbij – onder verwijzing naar het arrest KPN/Sobi¹⁸ – in aanmerking 'dat volgens vaste rechtspraak aan een rechtspersoon bij de waardering van posten in haar jaarrekening de nodige

ruimte toekomt'.¹⁹ Dat die ruimte hier is overschreden, kan op basis van hetgeen is aangedragen niet worden aangenomen, aldus de rechtbank.²⁰

2.2 Onjuiste financiële verslaggeving naar het *Amerikaanse* jaarrekeningenrecht

Hoewel Ahold als Nederlandse rechtspersoon niet verplicht was tot financiële verslaggeving naar US GAAP, was zij – in verband met haar Amerikaanse beursnotering – naar het toepasselijke Amerikaanse effectenrecht wel gehouden om zogenaamde 'reconciliation notes' te verzorgen.²¹ Met een beroep op (wederom) de arresten van het Hof Amsterdam in de strafzaak komt de rechtbank tot het oordeel dat Ahold in deze *reconciliation notes* ten onrechte is uitgegaan is van volledige consolidatie van de joint ventures.²² Dit betreft volgens de rechtbank een schending van een Amerikaans, effectenrechtelijk publicatievoorschrift en dat betekent dat beoordeeld moet worden of een dergelijke schending (mede) wordt beheerst door Nederlands recht en, zo ja, of de geschonden norm strekt ter bescherming van houders van in Nederland genoteerde aandelen zoals eiser.²³ De rechtbank neemt voor het vervolg veronderstellenderwijs aan dat dit steeds het geval is.²⁴

Over de door eiser gestelde schade bestaande uit de loonbelasting die hij heeft betaald over de hem toegekende – en na de bekendwording van de fraude waardeloos geëxpireerde – personeelsopties oordeelt de rechtbank daarna als volgt:²⁵

'Deze belasting is evenwel niet het gevolg van de [zojuist genoemde onrechtmatige daad]. [E]iser heeft er zelf voor gekozen om al bij toekenning van de personeelsopties met de fiscus af te rekenen. Hij was het door hem betaalde bedrag aan belasting en de daarmee gemoeide financieringsrente hoe dan ook kwijt, dus óók wanneer zijn personeelsopties na 2004 wél, zoals dat heet, "in the money" waren geraakt en door hem waren uitgeoefend. Voor zover al sprake is van schade ontbreekt tussen de gestelde onrechtmatigheden en deze schadepost dan ook ieder causaal verband (in de zin van het [csqn]-verband).' (toevoegingen EVAE en ACWP)

En over de door eiser gestelde schade bestaande uit de waardevermindering die zijn aandelenpakket heeft ondergaan in de periode tussen het persbericht van 24 februari 2003 en de verkoop van dat pakket oordeelt de rechtbank als volgt:²⁶

'Een eerste probleem hierbij is dat eiser zelf (...) benadrukt dat deze waardevermindering niet zozeer het gevolg is van misleiding, als wel van het wegvallen van vertrouwen van beleggers in het aandeel Ahold (...). Volgens de stellingen van eiser zelf is er dus geen causaal verband

9 R.o. 4.4 tweede alinea.

10 R.o. 4.5.

11 R.o. 4.5.

12 R.o. 4.6.

13 Hof Amsterdam 28 januari 2009, ECLI:NL:GHAMS:2009:BH1789 (strafzaak CFO), hoofdstuk 3.

14 Terzijde wijzen wij erop dat het wettelijke consolidatiecriterium van de 'overheersende zeggenschap' (zie art. 2:406 lid 1 en 2 BW) vatbaar is voor kritiek. Zie in dit verband onder meer *Asser/Maeijer & Kroeze 2-I* 2015/543 en H. Beckman, *Ondernemingsrecht* 2013/73.

15 Zie r.o. 4.11.

16 Zie r.o. 4.12 eerste en tweede volzin.

17 R.o. 4.12 vierde volzin.

18 HR 10 februari 2006, NJ 2006/241, m.nt. J.M.M. Maeijer (KPN/Sobi).

19 R.o. 4.12 vijfde volzin.

20 R.o. 4.12 zesde volzin.

21 R.o. 4.16 eerste alinea.

22 R.o. 4.16 tweede alinea.

23 R.o. 4.17 eerste en tweede volzin.

24 R.o. 4.17 slotzin.

25 R.o. 4.18.

26 R.o. 4.20-4.22.

tussen de (...) geschonden rechtsnorm en de schade. Maar ook voor zover het betoog van eiser zo moeten worden begrepen dat de door hem gestelde waardevermindering (mede) het gevolg is van schending van de [zo juist] genoemde publicatieverplichting, staat het nodige aan toewijzing van [zijn] vorderingen (...) in de weg.

(...) Het leeuwendeel van zijn aandelenpakket heeft eiser verworven op (of tegen een koers geldend op) een moment dat van onjuiste *reconciliation notes* (nog) geen sprake was. Noch de prijs waartegen hij toen zijn opties uitoefende, noch de aandelenkoers waren toen dus op basis van de (...) onjuiste informatie geïnfleteerd. (...)

Een kleiner deel van zijn aandelenpakket lijkt eiser (...) te hebben verworven op een moment dat de onjuiste *reconciliation notes* al wél door Ahold waren gepubliceerd en de aandelenkoers mede hierdoor, zo wordt aangenomen, was geïnfleteerd. Of, en zo ja, in hoeverre eiser in verband met dit deel van zijn aandelenpakket schade heeft geleden, kan op basis van de stellingen van eiser echter niet worden vastgesteld. [E]iser acht het voor de onderhavige beoordeling niet van belang uit hoofde waarvan, wanneer en tegen welke prijs, hij deze aandelen heeft verworven. Voor zover hij deze heeft verworven door uitoefening van personeelsopties verzuimt hij inzichtelijk te maken wanneer deze hem zijn toegekend en tegen welke (uitoefening)prijs (...).’ (toevoegingen EVAE en ACWP)

De rechtbank sluit af met de conclusie dat de vorderingen van eiser worden afgewezen, omdat hij onvoldoende heeft gesteld om aan te nemen dat sprake is van schade, althans omdat het vereiste causaal verband tussen de onrechtmatige gedraging en de door hem gestelde schade ontbreekt.²⁷

3. Commentaar

3.1 In dit commentaar beperken wij ons tot twee kernpunten. Eerst maken wij (onder 3.2) een opmerking over het oordeel van de rechtbank over de consolidatiekwestie naar *Nederlands* jaarrekeningenrecht. Daarna gaan we (onder 3.3-3.4) in op de overwegingen over het causaal verband en de schade met betrekking tot de schending van het *Amerikaans* effectenrechtelijke publicatievoorschrift. Hierbij nemen wij met de rechtbank *veronderstellenderwijs* aan dat dit publicatievoorschrift strekt tot bescherming van Nederlandse aandeelhouders zoals de in casu eisende belegger, en deze normschending een onrechtmatige daad naar *Nederlands* recht betreft.

3.2 Het oordeel van de rechtbank dat Ahold naar maatstaven van *Nederlands* jaarrekeningenrecht niet ten onrechte tot volledige consolidatie van de joint ventures is overgegaan, en dat derhalve niet kan worden gezegd dat de jaarrekeningen niet het op grond van art. 2:362 BW vereiste inzicht gaven, is in lijn met de arresten van het Hof Amsterdam in de strafzaak. Het is dan ook niet verrassend dat de

vordering van de belegger op dit punt wordt afgewezen. Wat wij echter wel opmerkelijk vinden, is dat de rechtbank haar oordeel over de consolidatiekwestie (mede) motiveert met een beroep op het arrest KPN/Sobi.²⁸ In dit arrest oordeelde de Hoge Raad zoals bekend dat indien ‘de rechtspersoon bij het vaststellen van de jaarrekening is gekomen tot waarderings die met [de] voorschriften [van de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving] stroken, (...) zulks een belangrijke aanwijzing [kan] vormen dat het vereiste inzicht is verschaft en dat *de ruimte die in redelijkheid aan de rechtspersoon moet worden gelaten bij haar keuze voor de waardering van bepaalde posten niet is overschreden*’ (curs. toevoegingen EVAE en ACWP).²⁹ De Hoge Raad lijkt hier dus te zeggen dat de rechtspersoon bij de waardering van jaarrekeningposten een zekere beoordelingsruimte toekomt. Niet meer en niet minder. Nu zijn wij van mening dat het beantwoorden van de vraag of een bepaalde groepsmaatschappij door de rechtspersoon (al of niet) mag worden geconsolideerd en of in dat verband is voldaan aan het criterium van de ‘overwegende zeggenschap’, iets anders is dan het waarderen van een jaarrekeningpost. Daarom achten wij het zeer de vraag of de rechtspersoon bij beide kwesties een zelfde mate van beoordelingsruimte toekomt. Hoewel ook bij het consolidatievraagstuk in de praktijk sprake zal zijn van een zekere beoordelingsmarge, is de beoordelingsruimte bij waarderingskwesties uit de aard der zaak toch groter, zo denken wij. De verwijzing van de rechtbank naar het arrest KPN/Sobi moet wat ons betreft dus worden genuanceerd.

3.3 Het oordeel van de rechtbank dat tussen enerzijds de onrechtmatige daad bestaande uit de schending van het Amerikaansrechtelijke publicatievoorschrift en anderzijds de door de eisende belegger gestelde schade bestaande uit de vooraf betaalde loonbelasting over de hem toegekende personeelsopties ‘ieder causaal verband ontbreekt’ (zie r.o. 4.18), achten wij in beginsel juist. Wel houden wij hier bewust een slag om de arm, omdat uit het vonnis niet duidelijk blijkt of de belegger bij deze schadepost (mede) een beroep heeft gedaan op het leerstuk van gemaakte kosten c.q. gedane uitgaven/investeringen die als gevolg van de normschending van een derde hun doel hebben gemist.³⁰ Als in de stellingen van de belegger inderdaad een beroep op dit leerstuk kan worden gelezen, had het oordeel van de rechtbank wellicht ook minder streng kunnen uitpakken. Het leerstuk van de tevergeefs gemaakte kosten berust immers mede op de gedachte dat de ‘klip’ van het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) kan worden ‘omzeild’ door ervan uit te gaan dat een tweede uitgave/investering nodig is om het gemiste voordeel alsnog te kunnen verwerven.³¹ Deze tweede investering staat wel in csqn-verband met de normschending van de aangesproken partij, en kan aldus voor vergoeding in aanmerking komen.

27 R.o. 4.23.

28 HR 10 februari 2006, NJ 2006/241, m.nt. J.M.M. Maeijer (KPN/Sobi).

29 Slotzin van r.o. 5.5 van het KPN/Sobi-arrest.

30 Zie over dit leerstuk in de literatuur Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013/30 (slot); Lindenberg 2014 (Mon. BW B34), nr. 43; *Schadevergoeding* (Lindenberg), art. 6:95 BW, aant. 4.3.2.

31 Zie over deze gedachte de kraakheldere heldere noot van Hijma (sub 3-4) onder HR 28 januari 2005, NJ 2008/55 (Burger/Brouwer Motors B.V.).

Wanneer de rechter schadevergoeding ten aanzien van het bedrag van de eerste investering niettemin afwijst wegens het ontbreken van het csqn-verband, zal hij schadevergoeding ten aanzien van de tweede investering alsnog moeten toewijzen.³² Daarom kan hij net zo goed de vordering tot schadevergoeding van de tevergeefs gedane eerste investering meteen toewijzen.³³ Vertalen wij deze gedachte naar de (vermogens)situatie van onze benadeelde optiebelegger, dan had hij – uitgaande van de *hypothese* dat hij (in een wereld zonder misleiding) nogmaals een optiepakket *zou hebben gekregen* – over dit tweede optiepakket nogmaals loonbelasting moeten betalen. Deze ‘tweede keer’ loonbelasting staat onmiskenbaar in csqn-verband met de misleiding, en vormt daarmee rechtens vergoedbare schade. Wel plaatsen wij hierbij nog de kanttekening dat het leerstuk van de tevergeefs gemaakte kosten in de rechtspraak met name is toegepast in gevallen waarin de benadeelde als gevolg van de normschending van een derde *immaterieel* voordeel heeft moeten missen.³⁴ Het leerstuk is nog niet echt tot ontwikkeling gekomen – althans niet als afzonderlijk leerstuk – voor de gevallen waarin de benadeelde *materieel* (vermogens)voordeel heeft moeten missen.³⁵ Onzes inziens staat echter niets eraan in de weg om ook bij het missen van *materieel* (vermogens)voordeel de tevergeefs gemaakte kosten voor vergoeding in aanmerking te laten komen, mits uiteraard vaststaat dat er sprake is van een csqn-verband tussen de normschending van de derde en het door de benadeelde missen van voordeel, en mits het redelijk is dit gemiste voordeel (en daarmee de tevergeefs gemaakte kosten) op de voet van art. 6:98 BW aan de derde toe te rekenen.³⁶ Wij kunnen dan ook niet meteen verklaren waarom de rechtbank de stellingen van de eisende belegger op dit punt niet wat welwillender tegemoet is getreden.

Afgezien van het feit dat de rechtbank de stellingen van de belegger wellicht welwillender had kunnen lezen, vragen wij ons echter wel af waarom de eisende belegger de onderhavige vordering niet anders heeft ingestoken. Had het niet meer voor de hand gelegen zijn vordering aldus in te steken, dat hij in de periode 1999 tot en met 2002 (het tijdvak van de misleiding) opties heeft gekregen, die *als gevolg van* (het bekend worden van) de misleiding na 23 februari 2003 (de datum van de bekendwording van de misleiding) waardeloos

zijn geëxpireerd? Bij het aldus inkleden van zijn vordering had de belegger wellicht wel een schadepost kunnen presenteren die rechtens voor vergoeding in aanmerking komt. De kern van zijn betoog zou dan zijn geweest dat bij afwezigheid van de misleiding niet alleen de beurskoers lager zou zijn geweest, maar ook de uitoefenprijs van de toegekende opties op een dienovereenkomstig lager niveau zou zijn vastgesteld. De opties zouden op de uitoefendatum dan alsnog ‘in the money’ zijn geweest en derhalve niet waardeloos zijn afgelopen. Als gevolg van (het bekend worden van) de misleiding is de belegger met andere woorden de mogelijkheid ontnomen om op de uitoefendatum – door middel van uitoefening van een optie die ‘in the money’ zou zijn geweest – de aandelen tegen een relatief gunstige prijs te kopen.³⁷ Dit ontnomen voordeel vormt ontegenzeggelijk rechtens vergoedbare vermogensschade. Naar de reden waarom de belegger zijn vordering niet aldus heeft ingestoken, blijft het gissen, maar wij vermoeden dat hij een eventueel processueel debat over het koersverloop in de hypothetische situatie zonder misleiding – en in het verlengde daarvan over de hypothetische uitoefenprijs in de situatie zonder misleiding – uit de weg heeft willen gaan.

Bij het oordeel van de rechtbank over de (schade betreffende de) betaalde loonbelasting tekenen wij verder nog aan, dat wij ons niet kunnen vinden in het betoog van annotator Van Kippersluis dat de rechtbank hier de verkeerde wegdenkoefening heeft uitgevoerd.³⁸ Zijn betoog komt er kort gezegd op neer dat bij afwezigheid van de consolidatiefraude niet alleen de beurskoers lager zou zijn geweest, maar – daardoor – ook de waarde van de ontvangen opties, waardoor de eisende belegger hierover minder loonbelasting had hoeven betalen. De schade van de belegger zou dan bestaan uit de te veel betaalde loonbelasting. Onzes inziens miskent Van Kippersluis hier dat bij afwezigheid van de consolidatiefraude zeer waarschijnlijk ook de *uitoefenprijs* van de opties lager zou zijn geweest, waardoor het niet noodzakelijkerwijs zo hoeft te zijn dat ook de *waarde* van de opties (ten tijde van de toekenning ervan) lager zou zijn geweest. Volgens het gangbare financieel-economische model voor optiewaardering is de waarde van een optie immers met name afhankelijk van de verhouding tussen enerzijds (i) de uitoefenprijs van de optie en anderzijds (ii) de waarde van de onderliggende aandelen.³⁹ Bij afwezigheid van de fraude zou zowel variabele (i) als variabele (ii) een lagere waarde hebben gehad, waardoor het zeer de vraag is of ook de toegekende opties een lagere waarde zouden hebben gehad. Volgens ons kan dus niet worden gezegd dat de rechtbank hier de verkeerde wegdenkoefening heeft uitgevoerd, en daarmee staat dus evenmin vast dat de belegger te veel loonbelasting heeft betaald.

32 Aldus Hijma in zijn noot (sub 4) onder HR 28 januari 2005, NJ 2008/55 (*Burger/Brouwer Motors B.V.*).

33 Aldus Hijma in zijn noot (sub 4) onder HR 28 januari 2005, NJ 2008/55 (*Burger/Brouwer Motors B.V.*).

34 Het standaardarrest van de Hoge Raad voor dit leerstuk is het in de vorige voetnoten genoemde arrest *Burger/Brouwer Motors B.V.* Het andere bekende arrest op dit terrein is HR 5 december 2008, NJ 2010/579 (*Pollen e.a./Linssen Yachts B.V.*), m.nt. J. Hijma. De vergoeding van de (beweerdelijk) tevergeefs gemaakte kosten werd in laatstgenoemde zaak overigens afgewezen.

35 Voor een recent voorbeeld uit de rechtspraak van de Hoge Raad waarin gemaakte loonkosten die als gevolg van de normschending van een derde hun doel hebben gemist, voor vergoeding in aanmerking komen, wijzen wij op het arrest HR 24 juni 2016, ECLI:NL:HR:2016:1278 (*Staat e.a./Gemeente Neerijnen e.a.*), r.o. 3.6.1-3.6.2. Ook dit arrest staat echter niet expliciet in de sleutel van het genoemde leerstuk.

36 Zie in dit verband ook de instructieve (nog te verschijnen) NJ-noot van S.D. Lindenbergh bij het in de vorige voetnoot genoemde arrest (HR 24 juni 2016, ECLI:NL:HR:2016:1278).

37 Wij benadrukken dat wij met de formulering ‘de mogelijkheid ontnemen’ niet doelen op het leerstuk van (de vergoeding van) het verlies van een kans.

38 Zie de interessante analyse van het onderhavige vonnis van P.P.M. van Kippersluis, ‘De interessante schadeberekening die nooit heeft plaatsgevonden’, BB 2016/59, p. 203-204.

39 Zie over optiewaardering uitgebreid het bekende Amerikaanse studieboek van John Hull, *Options, Futures and Other Derivatives*, 9th Edition, New Jersey: Pearson Education Inc. 2015.

3.4 Voor een goed begrip van het oordeel van de rechtbank over de door de eisende belegger gestelde schade bestaande uit de waardevermindering die zijn aandelenpakket heeft ondergaan in de periode tussen het persbericht van 24 februari 2003 en de verkoop van dit pakket, is het van belang om vast te stellen dat de koersdaling (van € 9,71 naar € 2,39) die naar aanleiding van deze corrigerende mededeling intrad uit ten minste de volgende zes componenten bestaat:⁴⁰

1. het koerseffect veroorzaakt door macro-economische en sectorgerelateerde factoren;
2. het koerseffect veroorzaakt door de bekendwording van de mogelijke fraude bij dochtermaatschappij DAIH;
3. het koerseffect veroorzaakt door de bekendwording van de fraude bij dochtermaatschappij USF;
4. het koerseffect veroorzaakt door de bekendwording van de consolidatiekwestie;
5. het koerseffect dat is terug te voeren op de bekendmaking van het aftreden van de CEO en de CFO van Ahold, waarbij bedacht moet worden dat met name de CEO tot 24 februari 2003 bekendstond als een van de meest getalenteerde bestuurders van Nederland en dat het zeer waarschijnlijk is dat dit veronderstelde talent tot op zekere hoogte in de koers was ingeprijsd;⁴¹
6. het koerseffect dat is terug te voeren op het feit dat de markt naar aanleiding van de bekendwording van de verschillende fraudes de vennootschap en de wijze waarop zij werd bestuurd niet langer vertrouwde.⁴² De (bekendwording van de) fraudes waren voor de markt met andere woorden het signaal dat de *interne* informatiesystemen van de vennootschap – en daarmee de informatievoorziening door de vennootschap aan het beleggende publiek – kennelijk niet langer konden worden vertrouwd, waardoor de markt vanaf dat moment een soort ‘misleidingskorting’ in de koers is gaan inprezen.⁴³

Hierbij geldt voor de mogelijke fraude bij DAIH dat de belegger deze niet mede aan zijn vordering ten grondslag heeft gelegd, zodat (het koerseffect van) deze fraude voor het causaal verband en de schadevaststelling moet worden beschouwd als externe factor. Ook voor (het koerseffect

van) de USF-fraude geldt dat zij moet worden beschouwd als externe factor, omdat – vermoedelijk als gevolg van de wijze waarop de belegger zijn vordering op dit specifieke punt heeft ingekleed – de rechtbank de desbetreffende verwijten reeds in r.o. 4.8 heeft afgewezen.⁴⁴ Dit geldt uitdrukkelijk niet voor (het koerseffect van) de consolidatiekwestie, aangezien de belegger zijn vordering juist op deze kwestie heeft toegespitst en de rechtbank het desbetreffende verwijt (gedeeltelijk) gegrond acht. Over het koerseffect van de consolidatiekwestie merken wij daarnaast op dat het waarschijnlijk niet al te groot zal zijn, maar zeker ook niet verwaarloosbaar klein. Enerzijds zijn beleggers immers met name geïnteresseerd in winstcijfers en in het rendement op geïnvesteerd kapitaal, anderzijds geeft het al of niet mogen consolideren van een deelneming informatie over de zeggenschap die een joint venture partner over de desbetreffende deelneming kan uitoefenen, en daarmee informatie over toekomstige kasstromen.⁴⁵ Over de vijfde en zesde component van het koersverlies merken wij nog op dat deze componenten moeten worden aangemerkt als *gevolg*schade. Deze koerseffecten zijn immers niet door een misleidende mededeling van Ahold ontstaan, maakten als zodanig ook geen onderdeel uit van de eigenlijke koersinflatie, zodat bij het bekend worden van de misleiding deze koerseffecten optraden *bovenop* het uit de koers lopen van de koersinflatie.⁴⁶

De processtrategie van de belegger lijkt nu hierop neer te komen, dat hij voor zijn (beweerdelijke) koersschade geleden tussen het moment van de corrigerende mededeling en de verkoop van zijn aandelen, zijn vordering volledig toespitst op het koersverlies geleden als gevolg van het onder punt 6 bedoelde koerseffect. De reden dat de belegger hiervoor kiest, is zeer waarschijnlijk dat hij voor zijn *gehele* aandelenpakket – dus voor zowel de aandelen die hij op het moment waarop de misleiding begon (de publicatie van de financiële verslaggeving over boekjaar 1999) reeds in bezit had, als de aandelen die hij in het tijdvak van de misleiding heeft gekocht – voor de door de misleiding geleden koersschade wil worden gecompenseerd. Hierbij moet bedacht worden dat het koersverlies dat is terug te voeren op het verminderde vertrouwen van de markt in (het aandeel) Ahold voor beide groepen aandelen in csqn-verband staat met de misleiding. Dit geldt uitdrukkelijk niet voor het koersverlies dat is terug te voeren op (het bekend worden van) de consolidatiekwestie zelf, aangezien dit koersverlies alleen voor de aandelen die de belegger in het tijdvak van de misleiding heeft gekocht in csqn-verband staat met de misleiding. De rechtbank lijkt deze processtrategie van de

⁴⁰ Vgl. Van Kippersluis 2016, t.a.p. p. 204-205.

⁴¹ In de praktijk blijkt het vaak voor te komen dat het bekend worden van de misleiding tot het ontslag van belangrijke bestuurders leidt. Zie voor empirisch bewijs onder meer J.M. Karpoff, D.S. Lee & Gerald S. Martin, *Journal of Financial Economics* 88 (2008), p. 193-215.

⁴² Vgl. in dit verband de volgende overweging van het Hof Amsterdam in de strafzaak tegen de (toenmalige) CFO van Ahold: ‘(...) De enkele misleiding van de accountant heeft rechtstreeks negatieve gevolgen voor het vertrouwen dat beleggers en aandeelhouders mogen stellen in de getrouwheid van de jaarrekening en de overige informatie in jaarverslagen en annual reports. Het aanzien van Ahold is door deze gedragingen ernstig beschadigd en de integriteit van de kapitaalmarkt aangetast.’ Hof Amsterdam 28 januari 2009, ECLI:NL:GHAMS:2009:BH1789 onder punt 10 van de paragraaf ‘Oplegging van straffen’.

⁴³ Het bekend worden van de misleiding blijkt in de praktijk vaak het hier bedoelde koerseffect tot gevolg te hebben. Zie voor empirisch bewijs onder meer J. Armour, C. Mayer & A. Polo, ‘Regulatory Sanctions and Reputational Damage in Financial Markets’, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1711071.

⁴⁴ Het is ons een raadsel waarom de belegger zijn vordering betreffende de USF-fraude niet van meet af aan heeft ingekleed zoals verwoord in r.o. 4.26.

⁴⁵ Zie over de mate waarin beleggers belang hechten aan het al of niet mogen consolideren van een deelneming uitgebreid Hof Amsterdam 28 januari 2009, ECLI:NL:GHAMS:2009:BH1789 (strafzaak tegen de CFO), r.o. 2.4.5. Zie hierover ook Van Kippersluis 2016, t.a.p., p. 205.

⁴⁶ Niet uitgesloten is dat er uit de koersdaling die optrad naar aanleiding van de corrigerende mededeling nog andere gevolgschadeposten vallen destilleren, maar die laten wij hier verder buiten beschouwing.

belegger niet (volledig) te onderkennen, waar zij overweegt dat '[v]olgens de stellingen van [eiser] zelf (...) er dus geen causaal verband [is] tussen de [door Ahold] geschonden rechtsnorm en de schade' (toevoegingen *EVAE & ACWP*) (zie r.o. 4.20). Niettemin kunnen wij ons wel vinden in de conclusie van de rechtbank dat de hier bedoelde gevolgschade niet voor vergoeding in aanmerking komt.⁴⁷ Wij hebben hiervoor twee argumenten.

Ons eerste – meer dogmatische – argument is dat wij in twijfel trekken of voor deze gevolgschade wel aan het relativiteitsvereiste van art. 6:163 BW is voldaan. Zo achten wij niet zonder meer aannemelijk dat de informatieplichten die een beursvennootschap jegens het beleggende publiek in acht moet nemen, mede bescherming bieden tegen de koersschade die beleggers lijden wanneer de markt naar aanleiding van het bekend worden van de misleiding de vennootschap en de wijze waarop zij wordt bestuurd niet langer vertrouwt.⁴⁸ In het verlengde hiervan zou men kunnen zeggen dat deze gevolgschade in een te ver verwijderd verband staat met de initiële misleiding, waardoor voor deze gevolgschade niet is voldaan aan het toerekeningsverband ex art. 6:98 BW.

Ons tweede – meer beleidsmatige – argument is dat vergoeding van de hier bedoelde gevolgschade kan uitdraaien op een verkapte dividenduitkering.⁴⁹ Alle beleggers die aandeelhouder zijn op het moment waarop de misleiding bekend wordt, lijden deze gevolgschade namelijk in exacte dezelfde mate, en voor al deze beleggers staat deze gevolgschade in csqn-verband met de misleiding. Als de gevolgschade dus voor één van hen voor vergoeding in aanmerking komt, dan hebben in theorie ook alle andere aandeelhouders daar recht op, en praktisch gezien valt zo'n schadevergoedingsverplichting jegens alle aandeelhouders eigenlijk niet te onderscheiden van een dividenduitkering. Men zou dit ook aldus kunnen zien dat het aandeel op het moment van de bekendwording van de misleiding 'ex dividend gaat'. Zo'n via een schadevergoedingsverplichting van de vennootschap geconstrueerde dividenduitkering achten wij onwenselijk. Voor het uitkeren van dividend dienen aandeelhouders namelijk de reguliere – en met waarborgen omklede – vennootschapsrechtelijke weg te bewandelen, en niet de (meer) antagonistische route van het aansprakelijkheidsrecht. Bijkomend voordeel van de vennootschapsrechtelijke route is dat zij ook met minder hoge (transactie) kosten gepaard gaat.

Wij sluiten af met de constatering dat wij niet direct kunnen verklaren waarom de eisende belegger voor de hierbo-

ven beschreven processtrategie heeft gekozen. Door deze strategie zijn andere mogelijke schadeposten in de procedure buiten beeld gebleven. Hierbij valt in de eerste plaats te denken aan de schade die de belegger heeft geleden op de aandelen die hij in het tijdvak van de misleiding op de beurs – dus niet door uitoefening van zijn *call*-opties – tegen een geïnflateerde prijs heeft gekocht. Ervan uitgaande dat hij deze aandelen ook bij afwezigheid van de misleiding zou hebben gekocht en er tevens van uitgaande dat hij de gekochte aandelen niet in het tijdvak van de misleiding weer (tegen een geïnflateerde koers) heeft verkocht, bestaat voor deze aandelen zijn schade uit de door de misleiding veroorzaakte inflatie in de beurskoers.⁵⁰ In de tweede plaats valt te denken aan de schade die de belegger heeft geleden op de aandelen die hij door uitoefening van zijn *call*-opties in het tijdvak van de misleiding heeft gekocht, welke *call*-opties hem ook in het tijdvak van de misleiding zijn toegekend. Ervan uitgaande dat ook de hoogte van de uitoefenprijs van deze *call*-opties door de misleiding (kunstmatig) omhoog is gestuwd en er tevens van uitgaande dat hij de gekochte aandelen niet in het tijdvak van de misleiding weer (tegen een geïnflateerde koers) heeft verkocht, bestaat voor deze aandelen zijn schade uit de door de misleiding veroorzaakte inflatie in de uitoefenprijs van de opties. Volledigheidshalve tekenen wij hier nog bij aan dat de schade die de belegger (voorlopig) lijdt op het moment dat hij de aandelen tegen een kunstmatig hoge uitoefenprijs koopt, niet wordt gecompenseerd door het feit dat hij voor zijn investering aandelen met een geïnflateerde prijs terugkrijgt. Immers, zolang de belegger de gekochte aandelen niet tijdens het tijdvak van de misleiding weer verkoopt, blijft de aanvankelijk ingetreden schade (bestaande uit de inflatie in de uitoefenprijs van de *call*-opties) bestaan en deze schade wordt definitief geleden op het moment dat de misleiding bekend wordt en de inflatie (volledig) uit de koers loopt. Bij de andere mogelijke schadeposten die in de procedure buiten beeld zijn gebleven, kan men verder nog denken aan de schade die de belegger heeft geleden op de aandelen die hij door uitoefening van zijn *call*-opties in het tijdvak van de misleiding heeft gekocht, welke *call*-opties hem vóór het tijdvak van de misleiding zijn toegekend. Als gevolg van de misleiding waren deze *call*-opties op de uitoefendatum wellicht 'in the money', waar zij bij afwezigheid van de misleiding 'out of the money' waren geweest. De belegger heeft thans deze *call*-opties dus uitgeoefend, waar hij dat bij afwezigheid van de misleiding niet zou hebben gedaan. Ervan uitgaande dat de belegger ook bij afwezigheid van de misleiding deze aandelen zou hebben gekocht, maar dan niet door uitoefening van de *call*-opties, maar 'gewoon' door aankoop op de beurs, bestaat voor deze aandelen zijn schade uit het verschil tussen de (feitelijke) uitoefenprijs van de opties en de (hypothetische) beurskoers die bij afwezigheid van de misleiding tot stand zou zijn gekomen ten tijde van de uitoefendatum. Volledigheidshalve tekenen wij hier wederom bij aan dat

47 Anders Van Kippersluis, t.a.p., p. 205.

48 Dit bedoelt de rechtbank – in iets andere bewoordingen – wellicht ook te zeggen in r.o. 4.4: 'De omstandigheid dat beleggers het vertrouwen in een onderneming verliezen, levert als zodanig geen schending van enige rechtsnorm op'.

49 Een van ons schreef over dit probleem al eens eerder, zie A.C.W. Pijs, 'Een bijzonder type gevolgschade bij misleidende berichtgeving op de beurs', in: *Piet Sanders: een honderdjarige vernieuwer*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2012, p. 83-92.

50 De belegger heeft ook nog aandelen verworven door het verkrijgen van stockdividend. Voor deze aandelen ziet de schadevaststelling er net iets anders uit, maar dat laten we hier verder buiten beschouwing.

de schade die de belegger (voorlopig) lijdt op het moment dat hij de aandelen tegen een geïnflateerde prijs koopt, niet wordt gecompenseerd door het feit dat hij voor zijn investering aandelen met een geïnflateerde prijs terugkrijgt (althans niet zolang hij de gekochte aandelen niet in het tijdvak van de misleiding weer verkoopt).

Louter ter illustratie geven wij bij de zojuist genoemde tweede en derde schadepost nog een gestileerd getallenvoorbeeld.⁵¹ Bij de tweede schadepost kan men bijvoorbeeld denken aan de volgende situatie. Stel de feitelijke koers in het tijdvak van de misleiding bedraagt € 10,00, terwijl zij in de hypothetische situatie zonder misleiding € 9,00 zou zijn geweest. Als gevolg van de misleiding is de koers dus met € 1,00 geïnflateerd. Stel verder dat de belegger in het tijdvak van de misleiding *call*-opties krijgt toegekend met een uitoefenprijs van € 8,00, waarvan de uitoefendatum ook in het tijdvak van de misleiding is gelegen. Verder nemen we aan dat ook de uitoefenprijs van de opties met € 1,00 is geïnflateerd: deze uitoefenprijs bedraagt thans € 8,00, maar zou bij afwezigheid van de misleiding € 7,00 zijn geweest. Voorts nemen we aan dat de misleiding op een zeker moment – een tijdstip dat na de uitoefendatum van de opties is gelegen – weer naar buiten komt, en dat de koers dan in een keer daalt van € 10,00 naar € 3,00.⁵² Als onze belegger de toegekende opties op de expiratiedatum daadwerkelijk uitoefent, lijdt hij per gekocht aandeel € 1,00 (voorlopige) schade, omdat de uitoefenprijs van de opties als gevolg van de misleiding met € 1,00 is geïnflateerd. Deze schade wordt definitief geleden op het moment dat de misleiding naar buiten komt en de inflatie (volledig) uit de koers loopt.

Bij de derde schadepost zou men kunnen denken aan de volgende situatie. Stel wederom dat de feitelijke koers in het tijdvak van de misleiding € 10,00 bedraagt, terwijl zij in de hypothetische situatie zonder misleiding € 9,00 zou zijn geweest. Als gevolg van de misleiding is de koers dus wederom met € 1,00 geïnflateerd. Stel verder dat de belegger vóór het tijdvak van de misleiding *call*-opties toegekend heeft gekregen met een uitoefenprijs van € 9,50, waarvan de uitoefendatum in het tijdvak van de misleiding is gelegen. Verder nemen we aan dat de belegger – om wat voor reden dan ook – wordt bewogen om op een zeker moment in het tijdvak van de misleiding aandelen te kopen, hetzij op de beurs, hetzij door uitoefening van zijn *call*-opties. Voorts nemen we aan dat de misleiding na verloop van tijd – op een tijdstip dat na de uitoefendatum van de opties is gelegen – weer naar buiten komt, en dat de koers dan in een keer daalt

van € 10,00 naar € 3,00.⁵³ Als onze belegger de toegekende opties op de expiratiedatum daadwerkelijk uitoefent, lijdt hij schade, aangezien zijn beslissing om de opties uit te oefenen zeer waarschijnlijk door de misleiding wordt beïnvloed. Deze opties zijn thans ten tijde van de uitoefendatum voor € 0,50 'in the money' en worden derhalve uitgeoefend, terwijl zij in de hypothetische situatie zonder misleiding voor € 0,50 'out of the money' waren geweest en derhalve niet zouden zijn uitgeoefend. De (voorlopige) schade per gekocht aandeel bedraagt € 0,50, omdat de belegger thans € 9,50 voor een aandeel betaalt, waar hij bij afwezigheid van de misleiding € 9,00 zou hebben betaald. Deze schade wordt definitief geleden op het moment dat de misleiding naar buiten komt en de inflatie (volledig) uit de koers loopt.

Mr. drs. E.V.A. Eijkelenboom en mr. drs. A.C.W. Pijs

51 Bij dit gestileerde getallenvoorbeeld gaan wij uit van een analyse 'ceteris paribus'. Daarmee bedoelen wij dat we afgezien van de in de hoofdttekst genoemde veranderende factoren, alle overige factoren die op de koers van invloed (kunnen) zijn constant veronderstellen.

52 Net als in de Ahold-casus gaan wij er in dit voorbeeld van uit dat op het moment van de bekendwording van de misleiding er verschillende factoren op de koers inwerken, waardoor de koersdaling die dan intreedt groter is dan alleen het effect van (het uit de koers lopen van) de koersinflatie.

53 Net als in de Ahold-casus gaan wij er in dit voorbeeld van uit dat op het moment van de bekendwording van de misleiding er verschillende factoren op de koers inwerken, waardoor de koersdaling die dan intreedt groter is dan alleen het effect van (het uit de koers lopen van) de koersinflatie.