

# CIVIELRECHTELIJKE AANSPRAKELIJKHEID VOOR MISLEIDENDE FINANCIËLE VERSLAGGEVING

A.C.W. Pijls<sup>1, 2</sup>

### 49.1 Inleiding

Als een vennootschap misleidende financiële verslaggeving algemeen verkrijgbaar stelt, kunnen derden hierdoor schade lijden. Deze derden, zoals aandeelhouders (of certificaathouders), obligatiehouders, kredietverstrekkers, handelscrediteuren of werknemers, kunnen namelijk hun economische beslissingen direct of indirect op die financiële verslaggeving baseren. Bij misleidende financiële verslaggeving kan onder meer gedacht worden aan een misleidende (half)jaarrekening, een misleidend (halfjaarlijks) bestuursverslag of misleidende kwartaalberichten.<sup>3</sup> Specifiek voor beursvennootschappen kan daarnaast worden gedacht aan de verklaringen die op grond van art. 5:25c lid 2, aanhef en onder c, Wet op het financieel toezicht (Wft) en art. 5:25d lid 2, aanhef en onder c, Wft moeten worden afgelegd en die later misleidend blijken te zijn. Aan dit rijtje zou voor beursvennootschappen ook nog toegevoegd kunnen worden de misleidende corporate governance-verklaring<sup>4</sup> en de misleidende ‘in-control’-verklaring<sup>5</sup>, maar aangezien deze verklaringen onderdeel uitmaken (of geacht worden onderdeel uit te maken) van het bestuursverslag, vormen deze eigenlijk geen afzonderlijke categorie. Hierbij geldt voor alle genoemde financiële documenten dat de misleiding betrekking kan hebben op zowel financiële als andersoortige informatie, alsook op zowel historische feiten als toekomstprognoses.<sup>6</sup> Als de hiervoor genoemde derden hun door de

---

<sup>1</sup> Mr. drs. A.C.W. (Arnoud) Pijls is universitair docent Ondernemingsrecht en Financieel recht aan Erasmus School of Law.

<sup>2</sup> Met dank aan Hans Beckman, Eva Eijkelenboom, Jan Garvelink, Mathijs Giltjes, Jan Kool, Olivier Oost, Vino Timmerman en Peter van der Zanden voor hun waardevolle commentaar op een eerder concept.

<sup>3</sup> Volledigheidshalve wijs ik erop dat ook de zogenoemde ‘niet-financiële verklaring’ die rechtspersonen die kunnen worden aangemerkt als ‘organisaties van openbaar belang’ als bedoeld in art. 2:398 lid 7 BW en die tevens voldoen aan bepaalde grootte-criteria, openbaar moeten maken op grond van art. 2 lid 1 van het Besluit bekendmaking niet-financiële informatie (*Stb.* 2017, 100), misleidend kan zijn (zie voor de genoemde grootte-criteria art. 1 lid 1 van dit Besluit). De misleidende niet-financiële verklaring noem ik echter bewust niet in de opsomming in de hoofdtekst, aangezien de niet-financiële verklaring op grond van art. 2 lid 1 van het Besluit onderdeel uitmaakt van het bestuursverslag.

<sup>4</sup> Met de ‘corporate governance verklaring’ doel ik op de verklaring die beursvennootschappen op grond van art. 2a lid 1 van het Besluit inhoud bestuursverslag (*Stb.* 2004, 747), zoals laatstelijk gewijzigd bij Besluit van 29 augustus 2017 (*Stb.* 2017, 332), openbaar dienen te maken.

<sup>5</sup> Met de ‘in control’-verklaring doel ik op de verklaring die een beursvennootschap op grond van Best Practice Bepaling 1.4.3 van de Nederlandse corporate governance code 2016 (hierna: de Code) openbaar ‘moet’ maken. Aangezien de code is gebaseerd op het zogenoemde ‘comply-or-explain’-principe, mag de vennootschap – mits voldoende gemotiveerd – van deze bepaling afwijken. Het gaat hier derhalve om een niet-dwingende verplichting.

<sup>6</sup> Zie in dit verband ook W.J. Slagter & B.F. Assink, *Compendium Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2013/51.15 (hierna: Assink/Slagter 2013).

misleidende financiële verslaggeving veroorzaakte vermogensschade vergoed willen zien, kunnen zij hiervoor (onder meer) de vennootschap en haar bestuurders en commissarissen aansprakelijk stellen. Uitgangspunt voor die aansprakelijkheid is dat de gewraakte financiële verslaggeving in civielrechtelijke zin als ‘misleitend’ kan worden aangemerkt. Het is die aansprakelijkheid en de bijbehorende civielrechtelijke misleidingsnorm die ik in deze bijdrage centraal stel.

De opbouw van deze bijdrage is als volgt. In § 49.2 bespreek ik eerst het wettelijk kader van de aansprakelijkheid wegens het algemeen verkrijgbaar stellen van misleidende financiële verslaggeving voor achtereenvolgens de vennootschap (§ 49.2.1) en haar bestuurders en commissarissen (§ 49.2.2). In § 49.3 ga ik vervolgens uitgebreid in op de civielrechtelijke misleidingsnorm voor financiële verslaggeving, waarbij ik onder meer aandacht zal besteden aan de betekenis die in dat verband toekomt aan de bij en krachtens de wet en het EU-recht gestelde voorschriften voor financiële verslaggeving en het jaarrekeningbeginsel van voldoende of niet te verwaarlozen belang. In § 49.4 maak ik tot besluit enkele concluderende opmerkingen.

Ik heb drie opmerkingen vooraf. In de eerste plaats beperk ik mijn analyse in deze bijdrage tot de naamloze of besloten vennootschap naar Nederlands recht en laat ik andere rechtspersonen, zoals de stichting, vereniging, coöperatie of kapitaalvennootschap opgericht naar buitenlands recht, buiten beschouwing. In de tweede plaats bedoel ik met de term ‘beursvennootschap’ in deze bijdrage de naamloze of besloten vennootschap naar Nederlands recht waarvan effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt. In de derde plaats vat ik de term ‘algemeen verkrijgbaar stellen van financiële verslaggeving’ in deze bijdrage zeer ruim op. Ik schaar daaronder *elke vorm van gehele of gedeeltelijke bekendmaking* van de opgemaakte (maar nog niet vastgestelde) jaarrekening, de vastgestelde jaarrekening, het bestuursverslag, de overige in art. 2:392 Burgerlijk Wetboek (BW) bedoelde gegevens en/of tussentijdse cijfers als bedoeld in art. 2:139/249 BW, met inbegrip van concepten van de hiervoor bedoelde documenten.<sup>7</sup> De term ‘algemeen verkrijgbaar stellen’ heeft hier dus een veel bredere betekenis dan het begrip ‘openbaar maken’ in de zin van art. 2:394 BW. Ook bijvoorbeeld het plaatsen van (delen van) de opgemaakte of vastgestelde jaarrekening, het bestuursverslag, de overige in art. 2:392 BW bedoelde gegevens en/of tussentijdse cijfers op een website, het ter inzage leggen van (delen van) deze stukken voor daartoe gerechtigden op het kantoor van de vennootschap, het verspreiden van (delen van) deze stukken in papieren vorm of het beschikbaar stellen van (delen van) deze stukken aan de ondernemingsraad of een derde zoals een kredietverstrekker of handelscrediteur, beschouw ik in deze bijdrage als het ‘algemeen verkrijgbaar stellen van financiële verslaggeving’.

## **49.2 Wettelijk kader**

### *49.2.1 Aansprakelijkheid van de vennootschap voor misleidende financiële verslaggeving*

---

<sup>7</sup> Vgl. in dit verband het duiden van de term ‘naar buiten brengen van financiële verslaggeving’ door H. Beckman & E.A. Marseille, *Hoofdlijnen van het jaarrekeningenrecht in Nederland*, Deventer: Kluwer 2013, p. 696 (hierna: Beckman & Marseille 2013).

De vennootschap die misleidende financiële verslaggeving algemeen verkrijgbaar stelt, handelt onrechtmatig. Het onrechtmatige handelen van de vennootschap kan zijn gelegen in zowel het schenden van een wettelijke plicht, als het schenden van de maatschappelijke betamelijkheidsnorm (zie art. 6:162 lid 2 BW).

Wat de eerstgenoemde onrechtmatigheidscategorie betreft kan natuurlijk in de eerste plaats worden gedacht aan de bij en krachtens de wet en het EU-recht gestelde voorschriften voor financiële verslaggeving.<sup>8</sup> Als financiële verslaggeving in civielrechtelijke zin als misleidend is aangemerkt, zal het namelijk in de regel zo zijn dat zij niet voldoet aan het vereiste inzicht en/of getrouwe beeld zoals de grondnormen van het jaarrekeningenrecht<sup>9</sup> (art. 2:362 lid 1-3 BW voor de jaarrekening, art. 2:391 lid 1 BW voor het bestuursverslag en International Accounting Standards (IAS) 1.15-24<sup>10</sup> voor de enkelvoudige of geconsolideerde jaarrekening die is ingericht volgens EU International Financial Reporting Standards (EU IFRS)<sup>11</sup>) dat voorschrijven.<sup>12</sup> Maar het onrechtmatig handelen van de vennootschap kan uiteraard ook zijn gelegen in schending van andere jaarrekeningtechnische regels dan deze grondnormen. Wel dient men zich hierbij te realiseren dat de enkele vaststelling dat een bepaald inrichtingsvoorschrift voor de jaarrekening of het bestuursverslag is geschonden, niet per definitie betekent dat het desbetreffende financiële verslag daarmee misleidend is. Ik kom hier in § 49.3 op terug. Ook moet men zich realiseren dat het door de vennootschap niet in acht nemen van een of meer Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving (RJ-richtlijnen), *niet* betekent dat de vennootschap daarmee onrechtmatig handelt. Bedenk hierbij dat de RJ-richtlijnen geen

---

<sup>8</sup> Bij het door de vennootschap algemeen verkrijgbaar stellen van misleidende financiële verslaggeving kan wat de onrechtmatigheidscategorie 'schending van een wettelijke plicht' betreft ook nog worden gedacht aan art. 336 Wetboek van Strafrecht (Sr). In dit artikel is bepaald dat de vennootschap 'die opzettelijk een onware staat of een onware balans, winst- en verliesrekening, staat van baten en lasten of toelichting op een van die stukken openbaar maakt of zodanige openbaarmaking opzettelijk toelaat, wordt gestraft (...)'. Aangezien deze delictomschrijving het bestanddeel 'opzettelijk' bevat, zal voor de aansprakelijkheid van de vennootschap wegens schending van art. 336 Sr opzet moeten komen vast te staan, hetgeen natuurlijk erg lastig is te bewijzen. Vanuit civielrechtelijk oogpunt acht ik deze bepaling daarom minder relevant.

<sup>9</sup> Zie over deze grondnormen M.J. Kroeze (m.m.v. H. Beckman, M.A. Verbrugh), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel I\**. De rechtspersoon, Deventer: Wolters Kluwer 2015/508, 512 en 515 (hierna: Asser/Maeijer & Kroeze 2-I\* 2015); Beckman & Marseille, p. 101-105.

<sup>10</sup> Met 'IAS 1' doel ik op *International Accounting Standard 1* zoals deze is opgenomen in de bijlage van Verordening (EG) Nr. 1126/2008 (*PbEU* 2008, L 339/3) en zoals deze door de Europese Commissie is goedgekeurd volgens de procedure van Verordening (EG) Nr. 1606/2002 (*PbEG* 2002, L 243/1).

<sup>11</sup> Met 'EU IFRS' wordt bedoeld de *International Accounting Standards* en de *International Financial Reporting Standards* zoals deze zijn opgenomen in de bijlage van Verordening (EG) Nr. 1126/2008 (*PbEU* 2008, L 339/3) en zoals deze door de Europese Commissie zijn goedgekeurd volgens de procedure van Verordening (EG) Nr. 1606/2002 (*PbEG* 2002, L 243/1). Op grond van art. 4 van laatstgenoemde verordening moeten beursvennootschappen hun geconsolideerde jaarrekening inrichten volgens EU IFRS. Zie in dit verband ook art. 4 lid 3 van de Transparantierichtlijn (Richtlijn 2004/109/EG (*PbEU* 2004, L 390/38)).

<sup>12</sup> Vgl. W.J.M. van Andel & K. Rutten, 'Vorderingen van aandeelhouders op de vennootschap wegens een misleidende voorstelling van zaken in de financiële verslaggeving', in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2007-2008* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 97), Deventer: Kluwer 2008, p. 176. Zie in dit verband ook H. Beckman, 'Jaarrekeningenrecht', in: B.F. Assink e.a. (red.), *De vele gezichten van Maarten Kroeze's 'bange bestuurders'* (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 104), Deventer: Wolters Kluwer 2017, § 6.2.3 (hierna: Beckman 2017), alwaar hij voorstelt de formulering van de misleidingsnorm van art. 2:139 BW beter te laten aansluiten op het voor de jaarrekening geldende getrouwheidsvereiste van art. 2:362 BW respectievelijk het voor het bestuursverslag geldende getrouwheidsvereiste van art. 2:391 BW.

enkele wettelijke status hebben, zodat het niet in acht nemen van een of meer RJ-richtlijnen *niet* kan worden aangemerkt – althans niet per definitie – als schending van een wettelijke plicht in de zin van art. 6:162 lid 2 BW.

Daarnaast geldt specifiek voor beursvennootschappen dat het algemeen verkrijgbaar stellen van misleidende financiële verslaggeving een schending kan opleveren van het marktmanipulatieverbod uit Verordening (EU) 596/2014 (Marktmisbruikverordening),<sup>13</sup> meer specifiek het informatiemanipulatieverbod (zie art. 12 lid 1, aanhef en onder c, jo. art. 15 van de Marktmisbruikverordening).<sup>14</sup> Het door een beursvennootschap verspreiden van misleidende financiële verslaggeving kan namelijk worden aangemerkt als het verspreiden van informatie ‘waardoor daadwerkelijk of waarschijnlijk onjuiste of misleidende signalen worden afgegeven met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van een financieel instrument (...) of [waardoor] de koers van een of meer financiële instrumenten (...) daadwerkelijk of waarschijnlijk op een abnormaal of kunstmatig niveau wordt gebracht’ [toevoeging ACWP]. Als voor de desbetreffende beursvennootschap dan tevens is voldaan aan het geobjectiverde wetenschapscriterium van het informatiemanipulatieverbod (‘de persoon die de informatie verspreidde, wist of had moeten weten dat de informatie onjuist of misleidend was’), staat daarmee vast dat zij dit verbod heeft geschonden.

Bovendien betekent het door een beursvennootschap algemeen verkrijgbaar stellen van misleidende financiële verslaggeving een schending van art. 5 lid 4, aanhef en onder b, Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft (Transparantiebesluit).<sup>15</sup> In deze bepaling is voorgeschreven dat een beursvennootschap gereglementeerde informatie volledig en onbewerkt en op zodanige wijze algemeen verkrijgbaar stelt dat correcte en tijdige inschatting van het publiek mogelijk is. Als bedacht wordt dat gereglementeerde informatie in art. 1:1 Wft wordt gedefinieerd als ‘informatie die een [beursvennootschap] (...) algemeen verkrijgbaar stelt op grond van artikel 5:25c tot en met artikel 5:25e (...)’ en tevens bedacht wordt dat in art. 5:25c en art. 5:25d Wft publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen zijn opgenomen voor de jaarlijkse respectievelijk halfjaarlijkse financiële verslaggeving, is duidelijk dat het door een beursvennootschap algemeen verkrijgbaar stellen van misleidende financiële verslaggeving ook een schending oplevert van art. 5 lid 4, aanhef en onder b, Transparantiebesluit.

Bij het algemeen verkrijgbaar stellen van misleidende financiële verslaggeving kan het onrechtmatig handelen van de vennootschap zoals al opgemerkt ook zijn gelegen in schending van de maatschappelijke zorgvuldigheidsnorm. Zo oordeelde het Hof Den Haag in het arrest Verhoeff e.a./KPNQwest e.a. dat ‘het geven van een onjuiste verslaglegging het schenden van een specifieke mede tot aandeelhouders gerichte zorgvuldigheidsnorm inhoudt en kan leiden

---

<sup>13</sup> Verordening (EU) 596/2014 (*PbEU* 2014 L 173/1).

<sup>14</sup> Met verwijzing naar mijn definitie van ‘beursvennootschap’ in § 49.1 merk ik volledigheidshalve op dat het toepassingsbereik van het marktmanipulatieverbod veel breder is dan alleen effecten die zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt, zie art. 2 van de Marktmisbruikverordening.

<sup>15</sup> Besluit van 16 december 2008 (*PbEU* L 69), *Stb.* 2008, 578.

tot een schadeclaim van aandeelhouders'.<sup>16</sup> Deze zorgvuldigheidnorm geldt volgens het hof zowel voor de vennootschap zelf, als voor haar bestuur en raad van commissarissen.<sup>17</sup> Zoals ik al opmerkte, hebben de RJ-richtlijnen geen enkele wettelijke status, maar ik kan mij wel een redenering voorstellen waarbij wordt gezegd dat het niet in acht nemen van een of meer RJ-richtlijnen een schending oplevert van de maatschappelijke zorgvuldigheidnorm. Als in een aansprakelijkheidsprocedure echter al wordt vastgesteld dat een of meer RJ-richtlijnen niet in acht zijn genomen, zal in de meeste gevallen het oordeel aldus luiden dat vanwege het niet in acht nemen van die richtlijnen de jaarrekening niet voldoet aan het wettelijk vereiste inzicht van art. 2:362 lid 1 BW. Of de jaarrekening aan die grondnorm voldoet, moet namelijk worden beoordeeld 'volgens normen die in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar worden beschouwd', waarbij ik in herinnering breng dat de Hoge Raad in het *KPN/Sobi*-arrest heeft geoordeeld dat de RJ-richtlijnen 'een belangrijk oriëntatiepunt en gezaghebbende kenbron vormen voor wat in het concrete geval als aanvaardbaar heeft te gelden'.<sup>18</sup>

Verder wijs ik erop dat bij het algemeen verkrijgbaar stellen van misleidende financiële verslaggeving de aansprakelijkheid van de vennootschap in de regel niet kan worden gebaseerd op de Wet oneerlijke handelspraktijken (afdeling 6.3.3A BW)<sup>19</sup> (OHP-regeling) of de regeling voor misleidende en vergelijkende reclame (afdeling 6.3.4 BW).<sup>20</sup> Beide regelingen omvatten een wettelijke uitwerking voor een specifiek geval (of een specifieke groep van gevallen) van de reguliere onrechtmatige daad (art. 6:162 BW) en vormen de basis voor het Nederlandse prospectusaansprakelijkheidsrecht.<sup>21</sup> De toegevoegde waarde van beide regelingen is gelegen in de bewijslastomkering van art. 6:193j respectievelijk art. 6:195 BW op het punt van zowel de juistheid en volledigheid van de verstrekte informatie als de toerekening van de

---

<sup>16</sup> Hof 's Gravenhage 22 mei 2008 (r.o. 14.2), *JOR* 2008/223 (*Verhoeff/KPNQwest*).

<sup>17</sup> Hof 's Gravenhage 22 mei 2008 (r.o. 14.2), *JOR* 2008/223 (*Verhoeff/KPNQwest*). Het hof spreekt van een zorgvuldigheidnorm die geldt voor het 'bestuur' van de vennootschap en haar 'raad van commissarissen', maar volgens mij bedoelt het hof hier te zeggen dat deze zorgvuldigheidnorm rust op de individuele leden van deze organen en *niet* op de organen zelf. Het gaat hier immers om de externe aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen voor misleidende financiële verslaggeving op grond van art. 6:162 BW wegens schending van de maatschappelijke zorgvuldigheidnorm. Volgens ons vennootschapsrechtelijke systeem kan die norm niet rusten op de organen van de vennootschap. Dat het bestuur *collectief* verantwoordelijk is voor het financiële beleid (hetzelfde geldt voor de raad van commissarissen, maar dan uiteraard wel vanuit zijn verantwoordelijkheid als *toezichthoudend* orgaan), doet hier mijns inziens niets aan af.

<sup>18</sup> HR 10 februari 2006 (r.o. 5.5), *NJ* 2006/241; *JOR* 2006/94 (*KPN/SOBI*)

<sup>19</sup> Zie over deze regeling de handboeken C.H. Sieburgh, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 6. Verbintenissenrecht. Deel IV. De verbintenis uit de wet*, Deventer: Wolters Kluwer 2019/305-309 en 310-313 (hierna: Asser/Sieburgh 6-IV 2019); D.W.F. Verkade, *Oneerlijke handelspraktijken jegens consumenten* (Monografieën BW nr. B49a), Deventer: Wolters Kluwer 2016. Ik wijs erop dat bij het door de vennootschap verstrekken van misleidende informatie art. 6:193j lid 2 BW alleen de relevante aansprakelijkheidsgrondslag is, als het gaat om de aansprakelijkheid van de vennootschap jegens de *particuliere* belegger (in de terminologie van de OHP-regeling: de consument).

<sup>20</sup> Zie over deze regeling de handboeken Asser/Sieburgh 6-IV 2019/305-309 en 314-332; D.W.F. Verkade, *Misleidende (B2B) reclame en vergelijkende reclame* (Monografieën BW nr. B49b), Deventer: Wolters Kluwer 2019. Ik wijs erop dat bij het door de vennootschap openbaar maken van misleidende informatie art. 6:195 BW alleen de relevante aansprakelijkheidsgrondslag is, als het gaat om de aansprakelijkheid van de vennootschap jegens de *professionele* belegger (in de terminologie van de regeling misleidende en vergelijkende reclame: de persoon of rechtspersoon die handelt in de uitoefening van zijn of haar bedrijf).

<sup>21</sup> Zie over het Nederlandse prospectusaansprakelijkheidsrecht zeer uitgebreid de prachtige dissertatie J.P. Franx, *Prospectusaansprakelijkheid uit onrechtmatige daad en contract* (Serie Recht en Praktijk nr. FR15), Deventer: Wolters Kluwer 2017 (hierna: Franx 2017)

onrechtmatige daad. De aansprakelijkheid van de vennootschap kan alleen op deze bijzondere regelingen worden gebaseerd, wanneer het algemeen verkrijgbaar stellen van de misleidende verslaggeving plaatsvindt in de context van het door de vennootschap en/of zittende aandeelhouder aanbieden van effecten aan het publiek.<sup>22</sup> Alleen in die context kan namelijk worden geacht een voldoende inhoudelijk en temporeel verband te bestaan tussen het verkrijgbaar stellen van de misleidende verslaggeving en het aanbieden van effecten zoals de relevante definities van de genoemde regelingen dat vereisen. Zo geldt voor de OHP-regeling dat alleen wanneer de vennootschap misleidende verslaggeving verkrijgbaar stelt in het kader van het aanbieden van effecten aan het publiek, sprake is van een ‘handeling, omissie, gedraging [of] voorstelling van zaken (...) die rechtstreeks verband houdt met’ de verkoop of verkoopbevordering van effecten aan particuliere beleggers (in de terminologie van de OHP-regeling: consumenten) en daarmee van een handelspraktijk van de vennootschap verricht jegens de consument in de zin van de OHP-regeling (zie art. 6:193a lid 1 BW voor de relevante definities).<sup>23</sup> En zo geldt voor de regeling voor misleidende en vergelijkende reclame op vergelijkbare wijze dat alleen wanneer de vennootschap misleidende verslaggeving algemeen verkrijgbaar stelt in het kader van het aanbieden van effecten aan het publiek, gesproken kan worden van een mededeling die de vennootschap openbaar maakt omtrent effecten die door haar of door degene ten behoeve van wie zij handelt worden aangeboden in de zin van art. 6:194 lid 1 BW.<sup>24</sup>

#### 49.2.2 Aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen voor misleidende financiële verslaggeving

Naast de vennootschap kunnen ook haar bestuurders en commissarissen aansprakelijk worden gesteld voor misleidende financiële verslaggeving. Op grond van art. 2:139/249 BW zijn de *bestuurders* tegenover derden, waaronder te verstaan aandeelhouders (of certificaathouders), obligatiehouders en andere crediteuren, aansprakelijk, wanneer door de jaarrekening, het bestuursverslag of tussentijdse cijfers een misleidende voorstelling wordt gegeven van de toestand van de vennootschap.<sup>25</sup> Alleen de bestuurder die bewijst dat dit niet aan hem te wijten

---

<sup>22</sup> Volledigheidshalve merk ik op dat het door de vennootschap en/of zittende aandeelhouder aanbieden van effecten aan het publiek kan plaatsvinden in het kader van een beursgang, maar dat dit niet noodzakelijkerwijs het geval hoeft te zijn.

<sup>23</sup> Zie hierover het arrest Hof Amsterdam 29 juli 2014 (r.o. 4.8.4), *JOR* 2014/300 (*Stichting FortisEffect/Staat der Nederlanden en Ageas*). En zie hierover in de literatuur Franx 2017, p. 282-286; T.M.C. Arons, J.B.S. Hijink & A.C.W. Pijls, ‘Oneerlijke handelspraktijken bij aanbiedingen van obligaties: een never ending story?’, *WPNR* 2009/6821, p. 953-957.

<sup>24</sup> Zie hierover de uitspraken HR 7 november 1997 (r.o. 3.5), *NJ* 1998/268 (*Philips Electronics/VEB*); Hof Amsterdam 29 juli 2014 (r.o. 4.8.5), *JOR* 2014/300 (*Stichting FortisEffect/Staat der Nederlanden en Ageas*) en Rb. Utrecht 15 februari 2012 (r.o. 4.10), *JOR* 2012/243 (*Kortekaas/AGEAS*). En zie hierover in de literatuur Franx 2017, p. 282-286.

<sup>25</sup> Zie over deze aansprakelijkheidsgrondslag uitgebreid Van Bekkum in hoofdstuk 48 van dit handboek. Zie hierover ook Asser/Maeijer & Kroeze 2-I\* 2015/573; G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. R.G.J. Nowak), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel II\*. De naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2009/470 (hierna: Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009); P.J. Dortmund, *Van der Heijden Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2013/262 (hierna: Van der Heijden/Dortmond 2013); Assink/Slagter 2013/51.15; H. Beckman, ‘Quasirisicoaansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen voor financiële verslaggeving’, *Ondernemingsrecht* 2012/37, § 7 (hierna: Beckman 2012); D.A.M.H.W. Strik,

is, is niet aansprakelijk. Deze systematiek van art. 2:139/249 BW brengt dus met zich dat de verwijtbaarheid van het handelen van de aangesproken bestuurders op voorhand wordt verondersteld aanwezig te zijn, als in rechte komt vast te staan dat de gewraakte financiële verslaggeving misleidend is, en het is vervolgens aan die bestuurders om zich individueel te disculperen. Art. 2:150/260 BW bevat een vergelijkbare aansprakelijkheidsgrondslag voor *commissarissen*, met dien verstande dat commissarissen op grond van deze bepaling alleen aansprakelijk zijn voor een misleidende jaarrekening (en dus niet voor een misleidend bestuursverslag of misleidende tussentijdse cijfers).<sup>26</sup> Evenals art 2:139/249 BW bevat ook art. 2:150/260 BW een disculpatiegrond, met dien verstande dat de commissaris die zich wil disculperen moet bewijzen dat de misleidende jaarrekening niet te wijten is aan een tekortkoming van hem of haar in het gehouden toezicht.

Ook art. 2:139/249 en art. 2:150/260 BW kunnen worden beschouwd als een wettelijke uitwerking voor een specifiek geval van de reguliere onrechtmatige daad (art. 6:162 BW).<sup>27</sup> Voor art. 2:139 BW heeft Dortmund in dit verband opgemerkt dat de zin van deze bepaling is, dat zij *buiten twijfel stelt* dat bestuurders tegenover derden aansprakelijk kunnen zijn voor het algemeen verkrijgbaar stellen van misleidende financiële verslaggeving.<sup>28</sup> Zonder deze bepaling zou hier twijfel over kunnen bestaan. Betoogd zou kunnen worden dat de openbaarmaking van financiële verslaggeving tegenover derden heeft te gelden als een vennootschappelijk handelen en dat hiervoor slechts de vennootschap aansprakelijk kan worden gesteld en niet haar bestuurders, aldus Dortmund.<sup>29</sup> Bij deze redenering zou ik twee kanttekeningen willen plaatsen. In de eerste plaats is hiermee nog niet verklaard waarom de wetgever met het invoeren van (de voorloper van) art. 2:139 BW (in 1928) alleen deze vorm van bestuurdersaansprakelijkheid buiten twijfel heeft willen stellen. Voor vele andere vormen van bestuurdersaansprakelijkheid kan namelijk even goed worden betoogd dat het gewraakte handelen van de bestuurder(s) heeft te gelden als handelen van de vennootschap. In de tweede plaats is denk ik even goed verdedigbaar dat de wetgever met art. 2:139 BW meer heeft willen doen dan het ‘buiten twijfel stellen’ van deze vorm van bestuurdersaansprakelijkheid. Dat blijkt alleen al uit het feit dat het hier om een aansprakelijkheid gaat waarbij in geval van een meervoudig bestuur de ene bestuurder in beginsel aansprakelijk is voor de fout van de andere bestuurder.<sup>30</sup> Ook blijkt dit uit de genoemde disculpatieregeling, waarbij het aan de individuele

---

*Grondslagen bestuurdersaansprakelijkheid. Een maatpak voor de Board Room* (diss. Rotterdam) (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 73), Deventer: Kluwer 2010, p. 147-171 (hierna: Strik 2010); M.J. van Ginneken, ‘Civielrechtelijke aansprakelijkheid voor financiële verslaggeving’, in: M.J. Kroeze e.a. (red.), *Verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer 2006, p. 152-157 (hierna: Van Ginneken 2006).

<sup>26</sup> Zie over deze aansprakelijkheidsgrondslag eveneens Van Bekkum in hoofdstuk 48 van dit handboek. Zie hierover ook Asser/Maeijer & Kroeze 2-I\* 2015/573; Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009/516; Van der Heijden/Dortmond 2013/300; Assink/Slagter 2013/52.9; Beckman 2012, § 7; Van Ginneken 2006, p. 152-157; A.D.M. Bras, ‘Verleden, heden en toekomst van artikel 2:150 BW’, in: M.J. Kroeze e.a. (red.), *Verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer 2006, p. 73-86 (hierna: Bras 2006).

<sup>27</sup> Vgl. Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009/470.

<sup>28</sup> Van der Heijden/Dortmond 2013, nr. 262.

<sup>29</sup> Van der Heijden/Dortmond 2013, nr. 262.

<sup>30</sup> Het principe dat bij een meervoudig bestuur de ene bestuurder in beginsel aansprakelijk is voor de fout van de andere bestuurder, wordt in de literatuur vaak aangeduid met de term ‘hoofdelijke aansprakelijkheid’. Zo zou het bij bestuurdersaansprakelijkheid op grond van art. 2:9, art. 2:138/248 of art. 2:139/249 BW gaan om ‘hoofdelijke’ aansprakelijkheid en bij bestuurdersaansprakelijkheid op grond van art. 6:162 BW om ‘individuele’ aansprakelijkheid. Zelf acht ik het minder gelukkig om de aansprakelijkheid op grond van art. 2:9, art. 2:138/248

bestuurder is om aan te tonen dat niet aan hem of haar te wijten is dat de gewraakte financiële verslaggeving een misleidend karakter heeft. Art. 2:139 BW is dus een vorm van externe bestuurdersaansprakelijkheid die qua systematiek overeenkomsten vertoont met art. 2:9 en art. 2:138/248 BW.

Daarnaast geldt specifiek voor beursvennootschappen dat hun bestuurders en commissarissen ook aansprakelijk kunnen worden gesteld voor het afgeven van misleidende art. 5:25c lid 2, aanhef en onder c, Wft- en/of art. 5:25d lid 2, aanhef en onder c, Wft-verklaringen. In de literatuur is betoogd dat deze aansprakelijkheid niet kan worden gebaseerd op art. 2:139/249 respectievelijk art. 2:150/260 BW, maar – in plaats daarvan – dient te worden gebaseerd op de reguliere onrechtmatige daad (art. 6:162 BW).<sup>31</sup> Ter onderbouwing hiervan is aangevoerd dat uit de wetsystematiek van art. 5:25c lid 2 respectievelijk art. 5:25d lid 2 Wft volgt dat de genoemde verklaringen geen onderdeel uitmaken van de jaarrekening of het bestuursverslag en het hier dus echt om afzonderlijke verklaringen gaat, zodat art. 2:139/249 en art. 2:150/260 BW niet op deze verklaringen van toepassing zijn.<sup>32</sup> Daargelaten of ik het met dit standpunt eens ben, laat ik het hier bij de constatering dat in de wetgeschiedenis van de Wft is opgemerkt dat met de op grond van art. 5:25c lid 2, aanhef en onder c, Wft en art. 5:25d lid 2, aanhef en onder c, Wft verlangde verklaringen niet beoogd is wijzigingen aan te brengen in de aansprakelijkheidsregels voor financiële verslaggeving.<sup>33</sup>

### 49.3 De civielrechtelijke misleidingsnorm voor financiële verslaggeving

#### 49.3.1 Inleiding

Vervolgens is de vraag aan de hand van welke norm wordt bepaald of financiële verslaggeving in civielrechtelijke zin als misleidend kan worden aangemerkt.<sup>34</sup> Deze vraag staat centraal in deze paragraaf, waarbij ik eerst kort de wetgeschiedenis bespreek van art. 2:139/249 en art.

---

of art. 2:139/249 BW aan te duiden met de term ‘hoofdelijke aansprakelijkheid’. In de situatie waarin twee of meer bestuurders op grond van art. 6:162 BW aansprakelijk zijn voor dezelfde schade, is namelijk eveneens sprake van hoofdelijke aansprakelijkheid, maar dan op grond van art. 6:102 lid 1 BW.

<sup>31</sup> Zie 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* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 99), Deventer: Kluwer 2009, p. 152-153 (hierna: Strik 2009); Strik 2010, p. 197-198. Zie over de aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen voor het afgeven van misleidende art. 5:25c lid 2, aanhef en onder c, Wft- en/of art. 5:25d lid 2, aanhef en onder c, Wft-verklaringen uitgebreid Strik 2009, p. 148-163 en Strik 2010, p. 195-199.

<sup>32</sup> Zie Strik 2009, p. 152-153 en Strik 2010, p. 197-198.

<sup>33</sup> *Kamerstukken II* 2006/07, 31 093, nr. 3, p. 20.

<sup>34</sup> Zie over deze vraag ook Van der Heijden/Dortmond 2013/262; Assink/Slagter 2013/51.15; J.B. Huizink, ‘Aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen voor fouten in de jaarrekening’, *TvJ* 2018/6, p. 167-168; 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, deel 112), Deventer: Kluwer 2012, p. 245-248 (hierna: Rutten 2012); B.J. de Jong, *Schade door misleiding op de effectenmarkt* (diss. Nijmegen) (Serie vanwege het Van der Heijden instituut, deel 103), Deventer: Kluwer 2010, p. 26-28 (hierna: De Jong 2010); Strik 2010, p. 152-153; D.A.M.H.W. Strik, ‘Aansprakelijkheid van bestuurders op grond van art. 2:139 en 2:150 BW’, in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2006-2007* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 93), Deventer: Kluwer 2007, p. 178 (hierna: Strik 2007).



2:150/260 BW (§ 49.3.2), daarna inga op de betekenis van de bij en krachtens de wet en het EU-recht gestelde verslaggevingsvoorschriften voor het beantwoorden van de civielrechtelijke misleidingsvraag (§ 49.3.3), vervolgens het jaarrekeningbeginsel van voldoende of niet te verwaarlozen belang behandel (§ 49.3.4) en tot slot – op basis van de analyse in § 49.3.2-§ 49.3.4 – tot een synthese kom ten aanzien van de civielrechtelijke misleidingsnorm voor financiële verslaggeving (§ 49.3.5).

Hierbij merk ik vooraf op dat voor de civielrechtelijke misleidingsnorm bij financiële verslaggeving de enige relevante wetsgeschiedenis is die van art. 2:139/249 en art. 2:150/260 BW. Deze wetsartikelen zijn namelijk de enige bepalingen in het BW die specifiek gaan over de aansprakelijkheid (in dit geval die van *bestuurders* respectievelijk *commissarissen*) voor misleidende financiële verslaggeving. Voor de aansprakelijkheid van de *vennootschap* voor misleidende financiële verslaggeving kent ons BW geen afzonderlijke grondslag. Verder is in de wetsgeschiedenis van art. 2:249 respectievelijk art. 2:260 BW geen aanvullende informatie te vinden over de toe te passen misleidingsnorm ten opzichte van de wetsgeschiedenis van art. 2:139 respectievelijk art. 2:150 BW, zodat de enige relevante wetsgeschiedenis om hier te bespreken is die van de genoemde NV-bepalingen.

#### *49.3.2 De wetsgeschiedenis van art. 2:139 en art. 2:150 BW*

Wat wordt in de wetsgeschiedenis van art. 2:139 en art. 2:150 BW gezegd over de toe te passen misleidingsnorm bij financiële verslaggeving?<sup>35</sup> De voorlopers van deze artikelen (art. 49b respectievelijk art. 52 (oud) Wetboek van Koophandel (WvK)) zijn in het wetsontwerp op de vennootschappen uit 1910 opgenomen als aanvulling op art. 1401 (oud) BW. De toelichting bij deze voorlopers van art. 2:139 en art. 2:150 BW vermeldt dat bestuurders respectievelijk commissarissen verbonden behoren te zijn wegens ‘culpose onwaarheid in de balans’.<sup>36</sup> Deze toelichting biedt op zichzelf weinig duidelijkheid over de te hanteren misleidingsnorm. Zoals Kroeze ons in zijn bekende oratie heeft geleerd, moet deze opmerking vooral worden gezien in het licht van het toen geldende onrechtmatigedaadsrecht.<sup>37</sup> Zoals bekend kon rond 1910 (in het pre-Lindenbaum/Cohen-tijdperk)<sup>38</sup> aansprakelijkheid uit onrechtmatige daad alleen voortvloeien uit schending van een geschreven rechtsplicht. De relevante rechtsplicht waar het bij financiële verslaggeving om ging, was de strafrechtelijke aansprakelijkheid voor een ‘onware balans’ als bedoeld in (het nog immer bestaande) art. 336 Sr. De delictsomschrijving van art. 336 Sr bevat echter het bestanddeel ‘opzettelijk’. Aansprakelijkheid voor misleidende financiële stukken kon derhalve alleen intreden wanneer deze opzettelijk misleidend waren opgesteld. Dit verklaart waarom ten tijde van het wetsontwerp uit 1910 behoefte was aan een afzonderlijke grondslag voor bestuurdersaansprakelijkheid voor misleidende financiële

---

<sup>35</sup> Zie over de wetsgeschiedenis van art. 2:139 en art. 2:150 BW ook M.J. Kroeze, ‘Bange bestuurders’, *Ondernemingsrecht* 2006/3, § 8.3 (hierna: Kroeze 2006); Van der Heijden/Dortmond 2013/262; Bras 2006, p. 74-82.

<sup>36</sup> *Ontwerpen van wetten op de vennootschappen en andere; Wijziging en aanvulling van de bepalingen omtrent de Naamloze Vennootschap en regeling van de aansprakelijkheid voor het prospectus*, ‘s-Gravenhage 1929 (uitgever Belinfante), p. 93.

<sup>37</sup> Zie Kroeze 2006, § 8.3

<sup>38</sup> HR 31 januari 1919, *NJ* 1919/161 (*Lindenbaum/Cohen*).

verslaggeving uitgaande van schuld en het is zeer waarschijnlijk om die reden dat in de toelichting bij art. 49b en 52 (oud) WvK wordt gesproken van ‘culpose onwaarheid in de balans’. Art. 2:139 en art. 2:150 BW zijn later aangepast ter implementatie van de Tweede Richtlijn vennootschapsrecht.<sup>39</sup> De toelichting bij de implementatiewet vermeldt over het misleidingsbegrip dat ‘de lezer [van financiële stukken] erop [moet] (...) kunnen vertrouwen dat het bestuur zo voorzichtig is, dat de cijfers geen welbewust scheve voorstelling van de toestand van de vennootschap geven’ [toevoegingen ACWP].<sup>40</sup> De formulering ‘welbewust scheve voorstelling’ suggereert juist weer dat alleen van misleidende financiële verslaggeving kan worden gesproken, wanneer deze met opzet misleidend is opgemaakt.<sup>41</sup> Dit brengt ons vooralsnog niet veel verder bij het antwoord op de vraag wat nu precies onder ‘misleidende’ financiële verslaggeving moet worden verstaan.

#### *49.3.3 De betekenis van de bij en krachtens de wet en het EU-recht gestelde verslaggevingsvoorschriften*

Een eerste objectief aanknopingspunt bij het beantwoorden van de civielrechtelijke misleidingsvraag kan worden gevonden in de bij en krachtens de wet en het EU-recht gestelde voorschriften voor financiële verslaggeving.<sup>42</sup> Bedoeld worden hier de bij en krachtens Titel 9 Boek 2 BW<sup>43</sup> gestelde inrichtingsvoorschriften voor de jaarrekening en het bestuursverslag (eventueel aangevuld met de RJ-richtlijnen) en bij toepassing van EU IFRS de in dat stelsel opgenomen inrichtingsvoorschriften voor de jaarrekening.<sup>44</sup> Het betreft hier niet meer dan een aanknopingspunt, want de enkele omstandigheid dat een dergelijk inrichtingsvoorschrift is geschonden, hoeft niet per definitie tot het oordeel te leiden dat het desbetreffende financiële verslag daarmee misleidend is. Dit hangt ook mede af van de aard van de in het desbetreffende voorschrift vervatte norm. Gaat het om een (relatief) open norm waarbij het beginsel van voldoende of niet te verwaarlozen belang al min of meer in de norm besloten ligt, dan zal overtreding van deze norm eerder tot het oordeel leiden dat de gewraakte financiële verslaggeving misleidend is, dan wanneer de overtreden norm een (relatief) gesloten norm betreft. De gedachte is dat alleen informatie van voldoende of niet te verwaarlozen belang de beslissing van de gemiddelde gebruiker van de jaarrekening kan beïnvloeden (zie hierover verder § 49.3.4-§ 49.3.5).

---

<sup>39</sup> Richtlijn 77/91/EEG (*PbEG* 1977, L 26/1).

<sup>40</sup> *Kamerstukken II* 1979/80, 15 304, nr. 6 (MvA), p. 38.

<sup>41</sup> Aldus ook Kroeze 2006, § 8.3

<sup>42</sup> Zie in dit verband onder meer de uitspraken Rb. Midden-Nederland 19 juni 2013 (r.o. 9.4-9.9), ECLI:NL:RBMNE:2013:CA3225 (*Van Andel en Dulack q.q./X*) en Rb. Midden-Nederland 22 januari 2014 (r.o. 4.4-4.6), ECLI:NL:RBMNE:2014:116 (*Bruil Bouwbedrijf Ede./X*). Zie over de betekenis van de bij en krachtens de wet en het EU-recht gestelde verslaggevingsvoorschriften voor het beantwoorden van de civielrechtelijke misleidingsvraag in de literatuur Assink/Slagter 2013/51.15; De Jong 2010, p. 27-28; Strik 2010, p. 152-153; Strik 2007, p. 177-178; Bras 2006, p. 104 en Van Ginneken 2006, p. 154.

<sup>43</sup> Hierbij teken ik aan dat wanneer de financiële verslaggeving die ter discussie staat de halfjaarlijkse verslaggeving of (vrijwillig algemeen verkrijgbaar gestelde) kwartaalberichten betreft, Titel 9 van Boek 2 BW hier niet rechtstreeks van toepassing op is. Zie in dit verband ook Rb. Amsterdam 30 juli 2008 (r.o. 5.34), HA ZA 05-1645 (niet gepubliceerd) (*Double Dutch Management en Beheer/Vlasveld*).

<sup>44</sup> Voor uitgebreide beschouwingen over de verschillende inrichtingsregimes voor de jaarrekening verwijs ik naar Asser/Maeijer & Kroeze 2-*I*\* 2015/508-517 en 542-549; Beckman & Marseille 2013, p. 157-484.

Bij het beantwoorden van de civielrechtelijke misleidingsvraag en de betekenis die in dat verband toekomt aan de bij en krachtens de wet en het EU-recht gestelde verslaggevingsvoorschriften, is verder van belang dat, zoals Beckman treffend onder woorden heeft gebracht, ‘de jaarrekening (...) geen hard stuk is, maar een resultante van keuzes en afwegingen van degenen die de jaarrekening opmaken’.<sup>45</sup> Ik ben het dan ook van harte eens met Van Bekkum, die elders in dit handboek stelt dat het feit dat de financiële stukken ook een andere inhoud zouden kunnen hebben gehad, de inhoud die ze feitelijk hebben nog niet fout of misleidend maakt (zie § 48.2.2.5). Vanwege de vele keuzes en afwegingen die (het bestuur van) de vennootschap bij het opmaken van de jaarrekening onvermijdelijk moet maken en die ook echt inherent zijn aan ons stelsel van jaarrekeningenrecht, is de heersende leer dat aan (het bestuur van) de vennootschap bij dat opmaken een zekere beoordelingsvrijheid toekomt.<sup>46</sup> Dat is inmiddels ook vaste rechtspraak van de Hoge Raad.<sup>47</sup> Hoewel die in de rechtspraak en doctrine ontwikkelde beoordelingsvrijheid in de praktijk een beetje een eigen leven is gaan leiden, is zij naar mijn oordeel geen vast omlijnd begrip.<sup>48</sup> De mate waarin aan (het bestuur van) de vennootschap beoordelingsvrijheid toekomt, kan namelijk per jaarrekeningpost verschillen. Liggen aan de presentatie van een bepaalde post waarderingen, inschattingen en beoordelingen van zekere verwachtingen, feiten en risico’s ten grondslag, dan is er meer vrijheid dan wanneer aan de post slechts eenvoudige berekeningen ten grondslag liggen.<sup>49</sup>

In de strafzaak naar aanleiding van de Ahold-boekhoudfraude heeft het Hof Amsterdam een aantal belangrijke overwegingen gewijd aan de zojuist genoemde beoordelingsvrijheid.<sup>50</sup> Aangezien het hof die beoordelingsvrijheid mijns inziens met de juiste nuances onder woorden

---

<sup>45</sup> H. Beckman, ‘Vragen uit de rechtspraak(14). Decharge van bestuurders en commissarissen’, *Ondernemingsrecht* 2005/44, antwoord 1. Zie in dit verband ook het pleidooi van Beckman 2017, § 6.3 voor het hanteren van een soort ‘business judgement rule’ bij bestuurdersaansprakelijkheid voor misleidende financiële verslaggeving en zie in dit verband eveneens Beckman 2012, § 9. En zie over het belang van de in hoofdtekst bedoelde keuzes en afwegingen voor het beantwoorden van de civielrechtelijke misleidingsvraag ook Assink/Slagter 2013/51.15.

<sup>46</sup> Zie over deze beoordelingsvrijheid onder meer Asser/Maeijer & Kroeze 2-1\* 2015/515 onder g. Hoewel de beoordelingsvrijheid voor de (toepassing van de) Nederlandse verslaggevingsvoorschriften algemeen is erkend, is het maar de vraag of de vennootschap deze beoordelingsvrijheid ook toekomt, en zo ja, in welke mate, bij toepassing van EU IFRS. Het antwoord op deze vraag ligt uiteindelijk in handen van het Europese Hof van Justitie. Zie over de beoordelingsvrijheid in het kader van EU IFRS 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.

<sup>47</sup> Zie de uitspraken HR 24 april 2009 (r.o. 3.4.3), *NJ* 2009/345; *JOR* 2009/188 (*AFM/Spyker*); HR 10 februari 2006 (r.o. 5.5, 6.3 en 6.7), *NJ* 2006/241; *JOR* 2006/94 (*KPN/SOBI*); HR 22 maart 2000 (r.o. 3.4), *NJ* 2000/421 (*Van Oord ACZ Waterbouw BV*); HR 22 februari 1989 (r.o. 3.2-3.4.), *NJ* 1991/183 (*Nijhuis*).

<sup>48</sup> Hierover schreef ik eerder met Eva Eijkelenboom. Zie de annotatie van E.V.A. Eijkelenboom & A.C.W. Pijls bij Rb. Amsterdam 20 april 2016, *ECLI:NL:RBAMS:2016:2191*, *Ondernemingsrecht* 2017/45 (*X/Koninklijke Ahold*), § 3.2.

<sup>49</sup> Zie ook Maeijer in zijn noot (sub 2) onder het arrest HR 10 februari 2006, *NJ* 2006/241; *JOR* 2006/94 (*KPN/SOBI*). En zie in dit verband ook § 3.43 van de conclusie van A-G Vlas voor het arrest HR 21 januari 2011, *NJ* 2011/352 (*Stichting BPVH/Aegon*).

<sup>50</sup> Zie (steeds) r.o. 2.3.3 van de arresten Hof Amsterdam 28 januari 2009, *ECLI:NL:GHAMS:2009:BH1789* (*Meurs*); Hof Amsterdam 28 januari 2009, *ECLI:NL:GHAMS:2009:BH1790* (*Andreae*); Hof Amsterdam 28 januari 2009, *ECLI:NL:GHAMS:2009:BH1791* (*Fahlin*); Hof Amsterdam 28 januari 2009, *ECLI:NL:GHAMS:2009:BH1792* (*Van der Hoeven*). Zie bij deze arresten ook de annotaties van H. de Doelder & M.T. van der Wulp in *Ondernemingsrecht* 2009/151 en van P.M. van der Zanden in *Ondernemingsrecht* 2009/152. En zie over r.o. 2.3.3 van deze arresten ook Doorenbos in § 51.3.3 van dit handboek.

heeft gebracht en de desbetreffende overwegingen nogal algemeen zijn geformuleerd en daarmee een zaaksoverstijgend karakter hebben, geef ik die overwegingen hier integraal weer:<sup>51</sup>

*'Accountancy is weliswaar technisch van aard, maar het is geen exacte wetenschap. Op dit terrein spreekt niet alles steeds vanzelf. Vragen over de waardering van activa, voorzieningen en schulden, en de bepaling van het resultaat, laten zich niet noodzakelijkerwijze eenduidig beantwoorden. Zo moeten factoren in aanmerking worden genomen waaromtrent op het moment van vaststelling van de jaarrekening nog geen zekerheid bestaat. Risico's kunnen hooguit worden ingeschat.*

*Binnen de grenzen van redelijkheid moet dan ook aan (het bestuur van) een rechtspersoon een zekere beoordelingsvrijheid worden gegund bij het maken van keuzes voor de waardering van bepaalde posten op de balans en de bepaling van het resultaat. Indien de rechtspersoon bij de vaststelling van de jaarrekening is gekomen tot waarderingen en bepalingen die stroken met normen van financiële verslaggeving die in het Nederlandse maatschappelijke verkeer als aanvaardbaar worden beschouwd, is dat een aanwijzing dat het wettelijk vereiste inzicht is gegeven en de grenzen van de genoemde beoordelingsvrijheid niet zijn overschreden. Alleen indien de ondernemingsleiding de betrokken post uit de jaarrekening op grond van alle omstandigheden van het geval in redelijkheid niet heeft kunnen presenteren zoals zij heeft gedaan, moet worden geoordeeld dat de jaarrekening in zoverre geen getrouw beeld geeft van de maatschappelijke werkelijkheid en onwaar is.*

(...)

*Indien normen (...) stringenter zijn geformuleerd, is de marge waarbinnen het ondernemingsbestuur vrij is te oordelen minder ruim dan in het geval de normen een meer open en vaag karakter dragen. Wanneer een 'bright line' is overschreden laat zich nu eenmaal nauwkeuriger vaststellen dan wanneer de grenzen van de beoordelingsvrijheid diffuser zijn (...).' [onderstreping ACWP].*

Met bovenstaande overwegingen ben ik het dus van harte eens, maar wel met deze kritische kanttekening dat de term 'accountancy' in de eerste zin van bovenstaand citaat wat ongelukkig is gekozen. Volgens mij bedoelt het hof te zeggen dat 'financiële verslaggeving' – al hoewel technisch van aard – geen exacte wetenschap is. Hierbij benadruk ik dat *accountancy* en financiële verslaggeving te onderscheiden vakgebieden zijn (al staan beide disciplines natuurlijk wel met elkaar in nauw verband).

Ik keer nu terug naar de bij en krachtens de wet gestelde voorschriften voor financiële verslaggeving en de betekenis daarvan voor het beantwoorden van de civielrechtelijke misleidingsvraag. Ik merkte al op dat de enkele constatering dat een specifiek inrichtingsvoorschrift voor de jaarrekening of het bestuursverslag is geschonden, *niet* per definitie betekent dat het desbetreffende financiële verslag daarmee misleidend is. Deze stelling kan echter ook worden omgedraaid. De enkele vaststelling dat *geen* specifiek inrichtingsvoorschrift is geschonden, betekent namelijk evenmin per definitie dat het desbetreffende financiële verslag daarmee *niet* misleidend is.<sup>52</sup> Zo is denkbaar dat een vennootschap weliswaar aan alle bijzondere inrichtingsvoorschriften<sup>53</sup> heeft voldaan, maar de

---

<sup>51</sup> Ik wijs erop dat het door mij onderstreepte gedeelte in de geciteerde rechtsoverweging is geïnspireerd op het *KPN/Sobi*-arrest (HR 10 februari 2006 (r.o. 5.5), *NJ* 2006/241; *JOR* 2006/94), maar dat daar strikt genomen toch net iets anders staat dan in het *KPN/Sobi*-arrest.

<sup>52</sup> Ik ben het dus oneens met Strik als zij stelt dat 'een *noodzakelijke*, maar niet voldoende voorwaarde voor misleidendheid is (...) dat in strijd is gehandeld met de van toepassing zijnde regelgeving' [cursivering ACWP], zie Strik 2007, p. 177 en Strik 2010, p. 152. Zie over deze kwestie ook De Jong 2010, p. 27.

<sup>53</sup> Met de 'bijzondere' inrichtingsvoorschriften voor de jaarrekening en het bestuursverslag doel ik hier op alle bij en krachtens Titel 9 Boek 2 BW gestelde inrichtingsvoorschriften, *met uitzondering van* de algemene bepalingen

rechter niettemin van oordeel is dat de jaarrekening en/of het bestuursverslag in civielrechtelijke zin als misleidend moet(en) worden aangemerkt.<sup>54</sup> Deze wisselwerking tussen enerzijds de bijzondere inrichtingsvoorschriften en anderzijds de civielrechtelijke misleidingsnorm vertoont mijns inziens verwantschap met de wisselwerking die bestaat tussen enerzijds de bijzondere inrichtingsvoorschriften en anderzijds de grondnormen van art. 2:362 en art. 2:391 BW.<sup>55</sup> Ook voor laatstgenoemde wisselwerking geldt aan de ene kant dat wanneer een bepaald inrichtingsvoorschrift niet in acht is genomen, dit niet meteen tot de conclusie hoeft te leiden dat niet is voldaan aan het vereiste inzicht en/of het getrouwe beeld zoals laatstgenoemde bepalingen dat voorschrijven.<sup>56</sup> En ook aan de andere kant geldt hier dat in de situatie waarin aan alle bijzondere inrichtingsvoorschriften is voldaan, de grondnormen van art. 2:362 en art. 2:391 BW (en het daarin vereiste inzicht en/of getrouwe beeld) kunnen voorschrijven dat de vennootschap extra gegevens moet verstrekken in aanvulling op hetgeen op grond van de bijzondere voorschriften is vereist,<sup>57</sup> en deze open normen zelfs kunnen voorschrijven dat de vennootschap van de bijzondere voorschriften moet afwijken.<sup>58</sup>

Een enigszins vergelijkbare discussie speelt overigens in het kader van de strafrechtelijke aansprakelijkheid voor het openbaar maken van ‘een onware staat of een onware balans, winst- of verliesrekening, staat van baten en lasten of toelichting op een van die stukken’ (art. 336 Sr).<sup>59</sup> Ook bij deze strafrechtelijke aansprakelijkheid mag er namelijk van worden uitgegaan dat bij het beantwoorden van de vraag of (een van) de genoemde financiële stukken in strafrechtelijke zin als ‘onwaar’ kunnen (kan) worden aangemerkt, betekenis toekomt aan de bij en krachtens de wet en het EU-recht gestelde voorschriften voor financiële verslaggeving. Wel geldt ook in het strafrecht dat aan de vaststelling dat een bepaald inrichtingsvoorschrift voor de jaarrekening is geschonden, niet al te snel de conclusie mag worden verbonden dat de jaarrekening strafrechtelijk gezien ‘onwaar’ is, omdat ook in het strafrecht de stelling opgaat dat niet iedere jaarrekeningtechnische normschending rechtens relevant is.<sup>60</sup> Daar komt bij dat een

---

over de jaarrekening (art. 2:362-363 BW) en de algemene bepaling over de inhoud van het bestuursverslag (art. 2:391 BW).

<sup>54</sup> Vgl. Beckman & Marseille 2013, p. 697; De Jong 2010, p. 27. Zie in dit verband ook het arrest HR 2 december 1994 (r.o. 4.2), NJ 1996/246 (*ABN AMRO Bank/Vereniging Coopag Finance*). In dit arrest oordeelde de Hoge Raad in het kader van prospectusaansprakelijkheid dat zelfs indien het op zichzelf volgens de toepasselijke regels van het jaarrekeningenrecht was toegestaan bepaalde tot het concern behorende vennootschappen niet in de jaarrekening van Co op AG te consolideren, dit ‘niet weg[neemt] dat de in de prospectussen opgenomen jaarrekeningen van Co op AG in het onderhavige geval misleidend konden zijn’.

<sup>55</sup> Zie over deze grondnormen in de literatuur Asser/Maeijer & Kroeze 2-*I*\* 2015/508, 512 en 515; Beckman & Marseille 2013, p. 101-105.

<sup>56</sup> Dat niet elke jaarrekeningtechnische fout meteen tot de conclusie hoeft te leiden dat niet is voldaan aan het vereiste inzicht en/of het getrouwe beeld zoals de grondnormen van art. 2:362 en art. 2:391 BW dat voorschrijven, blijkt bijvoorbeeld ook uit de in § 49.3.4 te bespreken RJ-richtlijn 150.103. Volgens die richtlijn leiden namelijk alleen *materiële* fouten tot die conclusie.

<sup>57</sup> Zie voor de jaarrekening art. 2:362 lid 4 eerste volzin BW. Zie over deze bepaling Asser/Maeijer & Kroeze 2-*I*\* 2015/515; Beckman & Marseille 2013, p. 104.

<sup>58</sup> Zie voor de jaarrekening art. 2:362 lid 4 tweede volzin BW. Zie over deze bepaling wederom Asser/Maeijer & Kroeze 2-*I*\* 2015/515; Beckman & Marseille 2013, p. 104.

<sup>59</sup> Zie over art. 336 Sr uitgebreid Doorenbos in § 51.3 van dit handboek.

<sup>60</sup> Voor de stelling dat ook in het strafrecht niet iedere jaarrekeningtechnische normschending rechtens relevant is, is steun te vinden in de arresten van het Hof Amsterdam in de Ahold-strafzaak, zie (steeds) r.o. 2.3.1 van de arresten Hof Amsterdam 28 januari 2009, ECLI:NL:GHAMS:2009:BH1789 (*Meurs*); Hof Amsterdam 28 januari 2009, ECLI:NL:GHAMS:2009:BH1790 (*Andreae*); Hof Amsterdam 28 januari 2009,

normschending in het strafrecht een zekere evidentie moet hebben, zodat bij het overtreden van een bepaald inrichtingsvoorschrift nog eerder de conclusie is gerechtvaardigd dat de jaarrekening in *civielrechtelijke* zin misleidend is, dan dat de conclusie is gerechtvaardigd dat zij in *strafrechtelijke* zin ‘onwaar’ is.<sup>61</sup> De bij en krachtens de wet en het EU-recht gestelde verslaggevingsvoorschriften vormen dus weliswaar een belangrijk oriëntatiepunt bij het beantwoorden van de vraag of de jaarrekening in strafrechtelijke zin ‘onwaar’ is, die voorschriften zijn daarvoor echter niet concludent.<sup>62</sup>

#### 49.3.4 *Het jaarrekeningbeginsel ‘van materieel belang’*

In § 49.3.3 refereerde ik al aan het basisbeginsel van jaarrekeningenrecht van voldoende of niet te verwaarlozen belang. In deze subparagraaf leg ik uit wat met dit beginsel wordt bedoeld en behandel ik de relevante bepalingen van Europees en nationaal recht waarin dit beginsel terugkomt. Vooraf merk ik hierbij op dat ik het beginsel in het vervolg zal aanduiden met de term ‘beginsel van materieel belang’ of kortweg ‘materialiteitsbeginsel’. Ik geef meteen toe dat het hier eigenlijk om een anglicisme gaat dat voortkomt uit ‘vertaalarmoede’. Toch heeft het mijn voorkeur deze term te gebruiken, aangezien zij ook als zodanig wordt gebruikt en gedefinieerd in de Nederlandse tekst van Richtlijn 2013/34/EU (EU-Richtlijn Jaarrekening),<sup>63</sup> de Nederlandse tekst van IAS 1 en RJ-richtlijn 115 (‘Criteria voor opname en vermelding van gegevens’) respectievelijk RJ-richtlijn 150 (‘Foutherstel’).<sup>64</sup>

##### *a. Het materialiteitsbeginsel in Titel 9 Boek 2 BW en de EU-Richtlijn Jaarrekening*

Het beginsel van materieel belang is wettelijk vastgelegd in art. 2:363 lid 3 BW. Deze bepaling luidt voor zover relevant als volgt:

*‘Een post behoeft niet afzonderlijk te worden vermeld, indien deze in het geheel van de jaarrekening van te verwaarlozen betekenis is voor het wettelijk vereiste inzicht. Krachtens deze titel vereiste vermeldingen*

---

ECLI:NL:GHAMS:2009:BH1791 (*Fahlin*); Hof Amsterdam 28 januari 2009, ECLI:NL:GHAMS:2009:BH1792 (*Van der Hoeven*): ‘Strafbaar is het opzettelijk (doen) openbaar maken van een jaarrekening die op onderdelen van enige betekenis onwaar is in de zin van artikel 336 Sr.’ [cursivering ACWP]. Zie over deze overweging ook Doorenbos in § 51.3.3 van dit handboek.

<sup>61</sup> Het Hof Amsterdam lijkt hier in zijn arresten in de Ahold-strafzaak echter duidelijk anders over te denken, zie (steeds) r.o. 2.3.3 van de in de vorige voetnoot genoemde arresten: ‘De toetsingsbevoegdheid van de strafrechter is geen andere, en gaat niet verder dan die van de civiele rechter in procedures die voor de ondernemingskamer van dit hof worden gevoerd. *Indien de civiele rechter een jaarrekening onjuist oordeelt, is de jaarrekening in strafrechtelijke zin onwaar, en vice versa.*’ [cursivering ACWP]. Zie over dit oordeel de zeer kritische annotatie van Van der Zanden in *Ondernemingsrecht* 2009/152. Zie ook zeer kritisch R.M.I. Lamp & E.M. Rocha, ‘Strafbaarheid van financiële verslaggeving na de Ahold strafzaken’, *TvJ* 2010/4, p. 120-122 en Hijink in zijn annotatie (sub 7) onder Hof Amsterdam 15 september 2009, *JOR* 2009/320 (*Silver Lining/Perstorp Franklin*).

<sup>62</sup> Zie in dit verband ook R.M.I. Lamp, ‘Valse financiële cijfers en het huidige Nederlandse strafrecht’, *TFR* 2006/3, p. 36-37. Vgl. Beckman 2012, § 7, die er ‘weinig moeite mee [heeft] het strafrechtelijke begrip onwaar gelijk te stellen aan het civielrechtelijke [misleidingsbegrip]’, en Beckman 2017, § 6.2.3, waar hij de aanbeveling doet ‘de ouderwets aandoende formulering van art. 336 [Sr] te wijzigen in een formulering die meer aansluit op de woordkeuze in de civielrechtelijke aansprakelijkheidsbepaling, met gebruikmaking van het woord ‘misleidend’ of ‘niet-getrouw’ [toevoegingen ACWP].

<sup>63</sup> Richtlijn 2013/34/EU (*PbEU* 2013, L 182/19).

<sup>64</sup> Voor de RJ-richtlijnen ga ik in deze bijdrage uit van de Jaareditie 2020, die van toepassing zijn op verslagjaren die aanvangen op of na 1 januari 2021.

*mogen achterwege blijven voor zover zij op zichzelf genomen en tezamen met soortgelijke vermeldingen voor dit inzicht van te verwaarlozen betekenis zouden zijn (...).*'

De eerste volzin van art. 2:363 lid 3 BW moet worden beschouwd als de implementatie van art. 9 lid 3, tweede alinea, EU-Richtlijn Jaarrekening, de tweede volzin van art. 2:363 lid 3 BW als de implementatie van art. 6 lid 1, aanhef en onder j, EU-Richtlijn Jaarrekening, waarbij ik aanteken dat in de Nederlandse tekst van deze Richtlijn dus wordt gesproken van 'niet van materieel belang' in plaats van 'van te verwaarlozen betekenis'. Verder is in dit verband van belang overweging 17 van de considerans van de EU-Richtlijn Jaarrekening, die voor zover relevant als volgt luidt:<sup>65</sup>

*' (...) Volgens het materialiteitsbeginsel kan (...) informatie die niet van materieel belang wordt geacht, in de financiële overzichten in totalen worden vermeld. Ook al zou een afzonderlijke post als niet van materieel belang kunnen worden beschouwd, dan nog zou het kunnen dat niet van materieel belang zijnde posten van soortgelijke aard, tezamen genomen, wel geacht worden van materieel belang te zijn (...).'*

Dat materialiteitsbeginsel wordt in art. 2 lid 1, aanhef en onder 16, EU-Richtlijn Jaarrekening vervolgens als volgt gedefinieerd:<sup>66</sup>

*'„materieel belang”: de hoedanigheid van informatie waarvan redelijkerwijze kan worden verwacht dat de weglating of onjuiste vermelding ervan de beslissingen die een gebruiker op basis van de financiële overzichten van een onderneming neemt, zou kunnen beïnvloeden. Het materieel belang van afzonderlijke posten wordt beoordeeld in de context van andere gelijkaardige posten.'*

Bij deze definitie van 'materieel belang' heb ik twee observaties. In de eerste plaats merk ik op dat volgens de EU-Richtlijn Jaarrekening informatie al van materieel belang is, indien redelijkerwijs kan worden verwacht dat zij de beslissingen van de gebruiker van de jaarrekening *zou kunnen beïnvloeden*. De materialiteitstoets van de EU-Richtlijn Jaarrekening houdt dus nadrukkelijk *niet* in dat (redelijkerwijs kan worden verwacht dat) de beslissingen van de gebruiker door de desbetreffende informatie *daadwerkelijk zijn beïnvloed*. In de tweede plaats merk ik op dat de hierboven geciteerde definitiebepaling niet via een afzonderlijke bepaling in ons BW is geïmplementeerd, omdat de Nederlandse wetgever van mening was dat deze bepaling 'naar haar aard geen implementatie behoefde'.<sup>67</sup>

#### *b. Het materialiteitsbeginsel volgens de Raad voor de Jaarverslaggeving*

Ook de Raad voor de Jaarverslaggeving heeft zich via zijn RJ-richtlijnen (niet te verwarren met de hiervoor genoemde EU-richtlijn Jaarrekening) uitgelaten over het beginsel van materieel belang, waarbij ik in het bijzonder wijs op RJ-richtlijn 115 en RJ-richtlijn 150. In eerstgenoemde RJ-richtlijn wordt het beginsel als volgt gedefinieerd:<sup>68</sup>

---

<sup>65</sup> Overweging 17 van de considerans van Richtlijn 2013/34/EU (*PbEU* 2013, L 182/19).

<sup>66</sup> Art. 2 lid 1, aanhef en onder 16, Richtlijn 2013/34/EU (*PbEU* 2013, L 182/19).

<sup>67</sup> *Kamerstukken II* 2014/15, 34 1766, nr. 3, p. 4 en 44.

<sup>68</sup> Zie RJ-richtlijn 115 ('Criteria voor opname en vermelding van gegevens') en dan specifiek RJ-richtlijn 115.0 ('Definities').

*'Materieel belang: informatie is materieel als deze informatie van belang is voor het geven van het in 2:362 lid 1 BW bedoelde inzicht. Hiervan is sprake indien redelijkerwijs verwacht kan worden dat het weglaten, onjuist weergeven of versluieren van informatie invloed zou kunnen hebben op de economische beslissingen die de gebruikers van de jaarrekening nemen.'*

In RJ-richtlijn 150 staat vervolgens een uitgebreide definitie van het begrip 'materiële fout':<sup>69</sup>

*'Een materiële fout is een zodanige onjuistheid in een jaarrekening – geconstateerd na het vaststellen van die jaarrekening – dat de jaarrekening in het geven van het in artikel 2:362 lid 1 BW bedoelde inzicht tekortschiet.*

*Bij de afweging of sprake is van een materiële fout beoordeelt de rechtspersoon of de weglating, de onjuiste weergave of de versluiering van informatie, afzonderlijk of gezamenlijk, de economische beslissingen die gebruikers op basis van de jaarrekening nemen, zou kunnen beïnvloeden. Dit is afhankelijk van de omvang en de aard en wordt beoordeeld op basis van alle feiten en omstandigheden.*

*Van een materiële fout kan sprake zijn bij een:*

- *onjuiste verwerking;*
- *onjuiste waardering en/of resultaatbepaling;*
- *onjuiste rubricering en/of presentatie dan wel;*
- *onjuiste of onvolledige toelichting.*

*Onder een fout wordt niet verstaan het effect van schattingswijzigingen.'*

Over deze RJ-richtlijnen is veel te zeggen, maar ook bij deze richtlijnen beperk ik mij tot twee observaties. In de eerste plaats merk ik op dat het materialiteitscriterium van RJ-richtlijn 115 respectievelijk RJ-richtlijn 150 (nagenoeg) overeenkomt met dat van de EU-Richtlijn Jaarrekening en dat ook volgens deze RJ-richtlijnen informatie al van materieel belang is, indien (redelijkerwijs verwacht kan worden dat) het weglaten, onjuist weergeven of versluieren van die informatie *invloed zou kunnen hebben* op de economische beslissingen van de gebruikers van de jaarrekening.<sup>70</sup> Ook de materialiteitstoets van de RJ-richtlijnen houdt dus nadrukkelijk *niet* in dat door het weglaten, onjuist weergeven of versluieren van informatie de economische beslissingen van de gebruiker *daadwerkelijk zijn beïnvloed*. In de tweede plaats valt op dat volgens RJ-richtlijn 150 de beoordeling of sprake is van een 'materiële fout' afhankelijk is van de *omvang* en *aard* van de desbetreffende fout, hetgeen betekent dat zowel de *omvang* als de *aard*, alsmede een combinatie van beide, de doorslaggevende factor kan zijn. Een minder omvangrijke fout zou door haar aard immers toch van invloed kunnen zijn op de besluitvorming van de gebruiker.<sup>71</sup> Vanwege deze zowel kwantitatieve als kwalitatieve dimensie van het materialiteitsbeginsel heeft de Autoriteit Financiële Markten (AFM) voor beursvennootschappen als aandachtspunt geformuleerd dat zij bij het bepalen van de materialiteit van bepaalde informatie ervoor moeten waken alleen te kijken naar de uitkomst van de bekende stelregels waarbij de desbetreffende jaarrekeningpost wordt gerelateerd aan het

<sup>69</sup> Zie RJ-richtlijn 150 ('Foutherstel') en dan specifiek RJ-richtlijn 150.103 ('Begripsbepaling').

<sup>70</sup> Volledigheidshalve wijs ik erop dat in RJ-richtlijn 115.205-209 ('Relevantie') het materialiteitsbeginsel – of in termen van RJ-richtlijn 115.205-209: het 'relevantiebeginsel' – weer net iets anders wordt omschreven. Zie in het bijzonder RJ-richtlijn 115.205: 'Informatie bezit het kenmerk van relevantie, *wanneer zij de economische beslissingen van gebruikers kan beïnvloeden* door hen behulpzaam te zijn bij het beoordelen van vroegere, huidige of toekomstige gebeurtenissen of bij het bevestigen of corrigeren van vroegere beoordelingen' [cursivering ACWP].

<sup>71</sup> Zie in dit verband ook het enigszins gedateerde AFM-rapport *Aandachtspunten Financiële Verslaggeving 2010*, november 2010, p. 4 (hierna: AFM 2010).



balanstotaal, het resultaat of het eigen vermogen.<sup>72</sup> Als voorbeeld van informatie die vanuit kwantitatief oogpunt niet direct van materieel belang hoeft te zijn, maar dat vanuit kwalitatief oogpunt wel is, noemt de AFM de omvang en de samenstelling van de beloning van bestuurders van een beursvennootschap.<sup>73</sup> Overigens wordt in art. 2:363 lid 3, derde volzin, BW buiten twijfel gesteld dat (onder meer) de krachtens art. 2:383 BW vereiste vermeldingen over bezoldiging van bestuurders en commissarissen niet met een beroep op art. 2:363 lid 3, tweede volzin, BW achterwege mogen blijven.

### *c. Het materialiteitsbeginsel volgens de International Accounting Standards Board*

Ook de International Accounting Standards Board (IASB) heeft zich uitgelaten over het beginsel van materieel belang. Hierbij breng ik nog even in herinnering dat de hierna te bespreken bepalingen uit IAS 1 onderdeel uitmaken van EU IFRS, waardoor deze de status hebben van direct werkend recht in de nationale rechtsorde.<sup>74</sup> In de definitiebepalingen van IAS 1 wordt het beginsel van materieel belang als volgt gedefinieerd:<sup>75</sup>

*‘Informatie is van materieel belang indien redelijkerwijze mag worden verwacht dat weglating, onjuiste weergave of versluiering daarvan van invloed zal zijn op beslissingen die de primaire gebruikers van de jaarrekening voor algemeen gebruik nemen op basis van die jaarrekening, waarin financiële informatie over een specifieke verslaggevende entiteit wordt verstrekt.*

*Of informatie van materieel belang is, is afhankelijk van de aard of omvang van de informatie, of van beide. Een entiteit beoordeelt in de context van haar jaarrekening als geheel of informatie, hetzij op zichzelf, hetzij in combinatie met andere informatie, van materieel belang is.’*

Bij deze bepaling heb ik drie observaties. Ten eerste lijkt de materialiteitstoets van IAS 1 minder streng<sup>76</sup> te zijn dan de materialiteitstoetsen van achtereenvolgens de EU-Richtlijn Jaarrekening, RJ-richtlijn 115 en RJ-richtlijn 150. Volgens bovenstaande definitie in de Nederlandse tekst van IAS 1 is informatie namelijk pas van materieel belang indien redelijkerwijze mag worden verwacht dat weglating, onjuiste weergave of versluiering van die informatie *van invloed zal zijn* op de beslissingen van de primaire gebruiker van de jaarrekening, terwijl volgens de EU-Richtlijn Jaarrekening, RJ-richtlijn 115 en RJ-richtlijn 150 informatie al van materieel belang is indien redelijkerwijs verwacht kan worden dat het weglaten of onjuist weergeven van die informatie (of het versluieren daarvan)<sup>77</sup> de beslissingen van de gebruiker *zou kunnen beïnvloeden*. Bewust schrijf ik echter dat de materialiteitstoets van IAS 1 minder streng ‘lijkt’ te zijn. Kijken wij namelijk naar de Engelse tekst van IAS 1 respectievelijk de EU-Richtlijn Jaarrekening, dan blijkt het hier louter om een (ver)taalkwestie te gaan en blijkt geen verschil te bestaan in mate van ‘strengheid’ van het toe te passen criterium tussen enerzijds IAS 1 en anderzijds de EU-Richtlijn Jaarrekening, en blijkt evenmin verschil te bestaan tussen enerzijds IAS 1 en anderzijds de genoemde RJ-richtlijnen. Ik werk dat hierna eerst uit voor de criteria

---

<sup>72</sup> Zie AFM 2010, p. 4.

<sup>73</sup> Zie AFM 2010, p. 4.

<sup>74</sup> De termen ‘IAS 1’ en ‘EU IFRS’ heb ik in voetnoot 10 respectievelijk 11 toegelicht.

<sup>75</sup> Zie de definitie van ‘materieel belang’ in IAS 1.7. Zie over het materialiteitsbeginsel van IAS 1 ook IAS 1.29-31.

<sup>76</sup> Met ‘minder streng’ bedoel ik minder streng vanuit het oogpunt van de verslaggevende entiteit.

<sup>77</sup> Volledigheidshalve merk ik op dat de foutcategorie ‘versluieren van informatie’ niet voorkomt in de EU-Richtlijn Jaarrekening, maar sinds de jaareditie van 2020 wel in de RJ-richtlijnen.

van respectievelijk IAS 1 en de EU-Richtlijn Jaarrekening, daarna voor de criteria van respectievelijk IAS 1 en de genoemde RJ-richtlijnen. In de Engelse tekst van IAS 1 luidt het eerste deel van de hierboven geciteerde bepaling als volgt:

*'Information is material if omitting, misstating or obscuring it could reasonably be expected to influence decisions that the primary users of general purpose financial statements make on the basis of those financial statements, which provide financial information about a specific reporting entity.'* [onderstrepingen ACWP].

Wordt dit materialiteitscriterium vergeleken met het criterium in de definitie van 'materieel belang' in de Engelse tekst van de EU-Richtlijn Jaarrekening, dan zien wij dat beide criteria overeenkomen:<sup>78</sup>

*'"material" means the status of information where its omission or misstatement could reasonably be expected to influence decisions that users make on the basis of the financial statements of the undertaking. The materiality of individual items shall be assessed in the context of other similar items.'* [onderstreping ACWP].

Vervolgens vergelijken wij het materialiteitscriterium van IAS 1 met dat van RJ-richtlijn 115 respectievelijk RJ-richtlijn 150. Het materialiteitscriterium van RJ-richtlijn 115 respectievelijk RJ-richtlijn 150 ('invloed zou kunnen hebben' respectievelijk 'zou kunnen beïnvloeden') is gebaseerd op de Nederlandse tekst van IAS 1 van vóór de wijzigingen in IAS 1 van november 2019.<sup>79</sup> In de oude Nederlandse tekst van IAS 1 luidde het eerste deel van de definitie van 'materieel belang' als volgt:

*'Het weglaten of onjuist weergeven van posten is van materieel belang indien de weglating of onjuiste weergave, afzonderlijk of gezamenlijk, de economische beslissingen die gebruikers op basis van de jaarrekening nemen, zou kunnen beïnvloeden.'* [onderstrepingen ACWP].

In de Engelse tekst van IAS 1 van vóór de wijzigingen in IAS 1 van november 2019 luidde de desbetreffende definitie als volgt:

*'Omissions or misstatements of items are material if they could, individually or collectively, influence the economic decisions of users taken on the basis of the financial statements.'* [onderstrepingen ACWP].

Wordt dit materialiteitscriterium uit de oude Engelse tekst van IAS 1 vergeleken met het hierboven geciteerde criterium uit de huidige Engelse tekst van IAS 1, dan kan de conclusie geen andere zijn dan dat met de aanpassingen in IAS 1 van november 2019 – ondanks een licht gewijzigde formulering – geen inhoudelijke wijziging is beoogd ('could influence the economic decisions of users' versus 'could reasonably be expected to influence decisions that users make'). Bij het vertalen van de aanpassingen in IAS 1 is van 'could reasonably be expected to influence decisions that users make' echter gemaakt 'redelijkerwijze mag worden verwacht dat [de fout] *van invloed zal zijn* op beslissingen die de primaire gebruikers (...) nemen' [toevoeging en cursivering ACWP], waardoor de huidige Nederlandse tekst van IAS 1 wel

<sup>78</sup> Art. 2 lid 1, aanhef en onder 16, van de Engelse tekst van de EU-Richtlijn Jaarrekening.

<sup>79</sup> Zie Verordening (EU) 2019/2104 (PbEU 2019, L 318/74).

‘materieel’ lijkt te zijn gewijzigd ten opzichte van de oude Nederlandse tekst. Aangezien het materialiteitscriterium van RJ-richtlijn 115 respectievelijk RJ-richtlijn 150 zoals al opgemerkt is gebaseerd op de oude Nederlandse tekst van IAS 1, leidt deze ogenschijnlijke discrepantie tussen de oude en huidige Nederlandse tekst van IAS 1 tot een ogenschijnlijk verschil in ‘strengheid’ tussen enerzijds de genoemde RJ-richtlijnen en anderzijds de huidige Nederlandse tekst van IAS 1. Op basis van bovenstaande analyse kom ik evenwel tot de conclusie dat de genoemde RJ-richtlijnen en IAS 1 ‘materieel’ even streng zijn.

Na dit semantische uitstapje keer ik nu terug naar mijn drie observaties bij de definitie van ‘materieel belang’ in IAS 1. Mijn tweede observatie is dat de verslaggevende entiteit *in de context van haar jaarrekening als geheel* moet beoordelen of informatie, hetzij op zichzelf, hetzij in combinatie met andere informatie, van materieel belang is. Dit principe is ook met zoveel woorden terug te lezen in art. 2:363 lid 3 BW en geldt dus onverkort voor een jaarrekening die is ingericht volgens Titel 9 Boek 2 BW.

Mijn derde observatie is dat IAS 1 naast het onjuist weergeven of weglaten van informatie nog een derde foutcategorie kent, namelijk het ‘versluieren’ of ‘versluierd weergeven’ van informatie. In de definitiebepalingen van IAS 1 wordt daar in het kader van het materialiteitsbeginsel het volgende over opgemerkt:<sup>80</sup>

*‘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.’*

In diezelfde definitiebepaling worden vervolgens nog enkele voorbeelden van omstandigheden genoemd die ertoe kunnen leiden dat informatie van materieel belang wordt versluierd. Hoewel ook de foutcategorie ‘versluierd weergeven van informatie’ in Titel 9 Boek 2 BW noch in de RJ-richtlijnen als afzonderlijke categorie wordt gedefinieerd, kan ook die categorie onverkort worden toegepast bij een jaarrekening die is ingericht volgens Titel 9 van Boek 2 BW.<sup>81</sup>

Tot slot merk ik op dat IAS 1 in § 31 een vergelijkbare bepaling kent als art. 2:363 lid 3, tweede volzin, BW respectievelijk art. 6 lid 1, aanhef en onder j, EU-Richtlijn Jaarrekening, op grond waarvan verplicht te verstrekken informatie achterwege mag blijven, als die informatie niet van materieel belang is:<sup>82</sup>

*‘Sommige IFRSs specificeren welke informatie moet worden opgenomen in de jaarrekening, die de toelichting omvat. Een entiteit hoeft specifieke, door een IFRS vereiste informatie niet te verschaffen als die informatie niet van materieel belang is. Dat is zelfs het geval als de IFRS een lijst bevat van specifieke vereisten of deze als minimumvereisten omschrijft (...).’* [onderstreping ACWP].

---

<sup>80</sup> Zie de definitie van ‘materieel belang’ in IAS 1.7.

<sup>81</sup> Hoewel de foutcategorie ‘versluieren van informatie’ in de RJ-richtlijnen niet afzonderlijk wordt gedefinieerd, wordt zij sinds jaareditie van 2020 wel als zodanig benoemd, zie RJ-richtlijn 115.0 en RJ-richtlijn 150.103.

<sup>82</sup> IAS 1.31. Zie over deze bepaling in de rechtspraak HR 24 april 2009 (r.o. 3.5.1-3.5.7), NJ 2009/345; JOR 2009/188 (AFM/Spyker).

#### 49.3.5 De civielrechtelijke misleidingsnorm

In het verlengde van het jaarrekeningrechtelijke materialiteitsbeginsel ligt het voor de hand om ook in het kader van de civielrechtelijke misleidingsnorm voor financiële verslaggeving met een materialiteitscriterium te werken. Zoals De Jong eerder heeft betoogd (en in navolging van hem Rutten respectievelijk Van Bekkum), kan hier een parallel worden getrokken met het leerstuk van prospectusaansprakelijkheid.<sup>83</sup> Over de toe te passen misleidingsnorm bij prospectusaansprakelijkheid oordeelde de Hoge Raad in het bekende World Online-arrest als volgt:<sup>84</sup>

*‘Bij de beantwoording van de vraag of een prospectus misleidend is (...) moet worden uitgegaan van de vermoedelijke verwachting van een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger tot wie de mededeling zich richt of die zij bereikt (...). Van deze “maatman-belegger” mag verwacht worden dat hij bereid is zich in de aangeboden informatie te verdiepen, maar niet dat hij beschikt over specialistische of bijzondere kennis en ervaring (...).*

*Van misleiding zal met name sprake kunnen zijn indien de mededeling onjuist of onvolledig is (...). De feitelijke vaststelling dat sprake is van een onjuiste of onvolledige mededeling brengt echter nog niet mee dat deze ook misleidend is. Daartoe is nodig dat de mededeling de beleggers (...) misleidt of kan misleiden en door haar misleidende karakter hun economische gedrag kan beïnvloeden (...). De rechter zal een onjuiste of onvolledige mededeling dan ook pas als misleidend kunnen kwalificeren, indien redelijkerwijs aannemelijk is dat de mededeling, gelezen in de context waarin deze is geplaatst, van materieel belang is voor de beleggingsbeslissing van de “maatman-belegger”. In dat geval is immers aannemelijk dat de onjuistheid of onvolledigheid redelijkerwijs het economische gedrag van de “maatman-belegger” kan beïnvloeden.’ [onderstrepingen ACWP].*

Bovenstaande overwegingen kunnen mijns inziens naar analogie worden toegepast bij het beantwoorden van de misleidingsvraag bij financiële verslaggeving, maar wel met twee belangrijke kanttekeningen. In de eerste plaats zijn de jaarrekening en het bestuursverslag andersoortige documenten dan het prospectus. De jaarrekening en het bestuursverslag zijn namelijk primair bedoeld als een verantwoordingsdocument van de vennootschap dat voornamelijk betrekking heeft op het verleden, terwijl het prospectus primair is bedoeld als informatiedocument voor potentiële kopers van aangeboden effecten dat voornamelijk betrekking heeft op de toekomst. Dit verschil in soort document maakt – op een wat abstracter niveau geredeneerd – volgens mij echter niet uit voor de toe te passen misleidingsnorm. Alleen bij de toetsing aan die norm in het concrete geval kan de aard van het document (jaarrekening of bestuursverslag versus prospectus) eventueel gewicht in de schaal leggen. Daar komt bij dat het verschil tussen beide soorten documenten ook weer niet te zwaar moet worden aangezet. Bedenk hierbij dat (i) ook in het prospectus doorgaans financiële cijfers betrekking hebbend op het verleden zijn opgenomen; (ii) ook financiële verslaggeving in de regel op de toekomst gerichte informatie bevat; en (iii) de gerapporteerde cijfers over het recente verleden voor

---

<sup>83</sup> Zie respectievelijk De Jong 2010, p. 28, Rutten 2012, p. 246-247 en Van Bekkum in § 48.2.2.5 van dit handboek. Vgl. voor het aanknopen bij de misleidingsnorm zoals die geldt voor prospectusaansprakelijkheid ook Assink/Slagter 2013/51.15.

<sup>84</sup> HR 27 november 2009 (r.o. 4.10.3-4.10.4), NJ 2014/201; JOR 2010/43 (VEB/World Online).

beleggers altijd het referentiekader zijn bij het vormen van hun toekomstverwachtingen en zij die verwachtingen doorgaans ook mede op die cijfers baseren.<sup>85</sup>

Mijn tweede kanttekening is dat het bij financiële verslaggeving niet zozeer gaat om de invloed van de onjuiste en/of onvolledige informatie op het economische gedrag van de gemiddelde *belegger*, als wel om de invloed op het economische gedrag van de gemiddelde *gebruiker* van de jaarrekening. Die gemiddelde gebruiker van de jaarrekening vertegenwoordigt een grotere groep dan alleen beleggers in de door de vennootschap uitgegeven effecten.<sup>86</sup> Bij de gebruiker van de jaarrekening gaat het bijvoorbeeld ook om kredietverstrekkers, handelscrediteuren en werknemers van de vennootschap en analisten die het beleggende publiek voorzien van duiding van de financiële verslaggeving zoals algemeen verkrijgbaar gesteld door de vennootschap. Naar analogie van de ‘maatman-belegger’ bij prospectusaansprakelijkheid geldt echter ook voor de ‘maatman-gebruiker’ van de jaarrekening dat hij of zij een fictieve (en juridisch-abstracte) maatman betreft, die wordt geacht een dwarsdoorsnede te vertegenwoordigen van het gehele gebruikende publiek en van wie enige kritische zin wordt verwacht, maar van wie in beginsel weer niet wordt verwacht dat hij of zij beschikt over specialistische of bijzondere kennis en ervaring. Ook de IASB en – in het verlengde van de IASB – de Europese wetgever hebben zich uitgelaten over de (primaire) maatman-gebruiker van de jaarrekening en de aan hem of haar toegedichte kennis en zorgvuldigheid. In de definitiebepalingen van IAS 1 wordt hier in het kader van het materialiteitsbeginsel het volgende over opgemerkt:<sup>87</sup>

*‘Bij het beoordelen of redelijkerwijze mag worden verwacht dat informatie van invloed zal zijn op beslissingen van de primaire gebruikers van de jaarrekening (...) moet een entiteit rekening houden met de kenmerken van die gebruikers en tegelijkertijd ook de eigen omstandigheden van de entiteit in aanmerking nemen.*

*Tal van bestaande en potentiële beleggers, investeerders, kredietverstrekkers en andere crediteuren kunnen niet van verslaggevende entiteiten verlangen dat zij hun rechtstreeks informatie verstrekken en zijn voor een groot deel van de door hen benodigde financiële informatie dan ook op de jaarrekening voor algemeen gebruik aangewezen. Dit zijn bijgevolg de primaire gebruikers waarvoor de jaarrekening voor algemeen gebruik is bedoeld. De jaarrekening wordt opgesteld ten behoeve van gebruikers die een redelijke kennis van het bedrijfsleven en van economische activiteiten bezitten en die de informatie met toewijding bestuderen en analyseren. Soms kunnen zelfs goed geïnformeerde en toegewijde gebruikers zich verplicht zien de hulp van een adviseur in te roepen om inzicht te verwerven in informatie over complexe economische verschijnselen.’ [onderstreping ACWP].*

Over deze zienswijze van de IASB en de Europese wetgever is veel te zeggen, maar ik laat het hier bij de constatering dat de IASB en de Europese wetgever ten aanzien van de (primaire)

---

<sup>85</sup> Ik wijs erop dat het principe dat beleggers hun toekomstverwachtingen baseren op gerapporteerde cijfers over het recente verleden, ook is vastgelegd in IAS 1, zie de slotlinea van IAS 1.9 (‘doel van de jaarrekening’): ‘[De] informatie [in de jaarrekening] vormt samen met andere informatie in de toelichting een hulpmiddel voor gebruikers van jaarrekeningen *om voorspellingen te doen over de toekomstige kasstromen van een entiteit* en met name over de tijdstippen waarop en de zekerheid waarmee die kasstromen zich zullen voordoen.’ [toevoegingen en cursivering ACWP].

<sup>86</sup> Ik ga ervan uit dat de Rechtbank Amsterdam deze nuance in de zaak *VEB en Stichting VEB-Actie Landis/Kuiken en Bus* heeft onderkend, waar zij spreekt van financiële verslaggeving die misleidend is voor ‘de buitenwacht, waaronder ook de “maatman-belegger” (...) dient te worden gerekend’ [cursivering ACWP], zie Rb. Amsterdam 28 oktober 2015 (r.o. 4.4), *JOR* 2015/330.

<sup>87</sup> Zie de definitie van ‘materieel belang’ in IAS 1.7.

maatman-gebruiker van de jaarrekening meer kennis, zorgvuldigheid en toewijding veronderstellen bij het beantwoorden van de jaarrekeningtechnische materialiteitsvraag, dan de Hoge Raad ten aanzien van de maatman-belegger veronderstelt bij het beantwoorden van de misleidingsvraag bij prospectusaansprakelijkheid.

Terug naar de civielrechtelijke misleidingsnorm voor financiële verslaggeving. Een andere analogie met het leerstuk van prospectusaansprakelijkheid is dat het ook bij het beantwoorden van de misleidingsvraag bij financiële verslaggeving aan de hand van de materialiteitstoets ten aanzien van de maatman-gebruiker gaat om een *objectieve* toets, waarbij wordt gekeken of het handelen van de (functionarissen van de) verslaggevende vennootschap in voldoende mate op deze maatman-gebruiker was afgestemd en of deze maatman-gebruiker door dit handelen niet op het verkeerde been werd gezet.<sup>88</sup> De eventuele verwijtbaarheid aan de kant van de (functionarissen van de) verslaggevende vennootschap speelt bij deze toets in beginsel geen rol. Financiële verslaggeving is misleidend of zij is dat niet, en zij wordt niet meer of minder misleidend al naar gelang de (functionarissen van de) verslaggevende vennootschap van de door de gebruiker gestelde tekortkomingen een verwijt kan worden gemaakt.

Nog een andere analogie met prospectusaansprakelijkheid is dat het ook bij het beantwoorden van de misleidingsvraag bij financiële verslaggeving gaat om het vellen van een totaaloordeel. De rechter zal daarom niet alleen moeten toetsen of alle door de gebruiker gestelde onjuistheden en/of omissies in de verslaggeving elk afzonderlijk misleidend zijn, maar tevens of alle gestelde onjuistheden en/of omissies *gezamenlijk* een misleidend beeld opleveren (ervan uitgaande dat het partijdebat en de onderliggende processtukken hem voldoende aanknopingspunten bieden voor het vellen van zo'n totaaloordeel).<sup>89</sup> Zo is goed denkbaar dat geen van de gestelde onjuistheden en/of omissies op zichzelf misleidend zijn, maar dat zij dat in hun totaliteit bezien wel zijn, waardoor de desbetreffende jaarrekening of het desbetreffende bestuursverslag alsnog als misleidend moet worden aangemerkt.<sup>90</sup>

Tot slot wijs ik op het interessante (en niet gepubliceerde) vonnis van de Rechtbank Amsterdam in de zaak Double Dutch Management en Beheer B.V. e.a./Vlasveld e.a. In deze zaak stelde (onder meer) een groep onbetaald gebleven crediteuren van vennootschap CSS System

---

<sup>88</sup> Vgl. Assink/Slagter 2013/51.15.

<sup>89</sup> Ook in de *Spyker*-zaak – dit was overigens geen aansprakelijkheidsprocedure – stond in rechte de vraag ter discussie of de door de AFM geconstateerde tekortkomingen *in hun totaliteit bezien* tot gevolg hadden dat het Financieel Verslag 2006 van beursvennootschap Spyker niet voldeed aan hetgeen op grond van de wet (Titel 9 Boek 2 BW) en EU IFRS is vereist. De Ondernemingskamer (OK) heeft deze vraag ontkennend beantwoord en dit oordeel is door de Hoge Raad bevestigd. Zie Hof Amsterdam (OK) 28 december 2007 (r.o. 3.59), *JOR* 2008/38 (*AFM/Spyker Cars*), respectievelijk HR 24 april 2009 (r.o. 3.4.1-3.4.4 en r.o. 3.5.3-3.5.7.), *NJ* 2009/345; *JOR* 2009/188 (*AFM/Spyker*).

<sup>90</sup> In termen van de grondnormen van het jaarrekeningenrecht (zie art. 2:362 lid 1-3 BW voor de jaarrekening, art. 2:391 lid 1 BW voor het bestuursverslag en IAS 1.15-24 voor de enkelvoudige of geconsolideerde jaarrekening die is ingericht volgens EU IFRS) zou dan kunnen worden gezegd dat *geen* van de gestelde onjuistheden en/of omissies op zichzelf tot de conclusie leiden dat de jaarrekening tekortschiet in het wettelijk vereiste inzicht dan wel het bestuursverslag niet het vereiste getrouwe beeld verschaft, maar dat de gestelde onjuistheden en/of omissies in hun totaliteit bezien wel tot die conclusie leiden. Zie over het belang van het vellen van een totaaloordeel bij het beoordelen van de materialiteit van fouten en/of omissies in de jaarrekening ook AFM 2010, p. 4.

Integration B.V. de bestuurders van de beursgenoteerde moedervenootschap CSS Holdings N.V. aansprakelijk op grond van (onder meer) art. 2:139 BW wegens het bekend maken van misleidende financiële verslaggeving. De door de rechtbank in dit vonnis geformuleerde misleidingsnorm biedt steun voor mijn betoog dat ook bij het beantwoorden van de misleidingsvraag bij financiële verslaggeving met een materialiteitscriterium moet worden gewerkt. Ik citeer de rechtbank:<sup>91</sup>

*'Niet iedere onjuistheid in de financiële verslaggeving moet zonder meer worden gekwalificeerd als misleidend in de zin van art. 2:139 BW. Van misleiding is eerst sprake indien door de stukken en cijfers een wezenlijk scheve voorstelling wordt gegeven van de toestand van de vennootschap.' [onderstreping ACWP].*

Pas als door de cijfers een 'wezenlijk scheve voorstelling' van zaken wordt gegeven, is volgens de rechtbank dus sprake van misleidende financiële verslaggeving. De formulering wijkt iets af, maar volgens mij bedoelt de rechtbank hier niets anders te zeggen dan – indachtig het hiervoor aangehaalde World Online-arrest – dat de rechter onjuiste en/of onvolledige informatie in financiële verslaggeving pas als misleidend kan aanmerken, indien redelijkerwijs aannemelijk is dat deze informatie van materieel belang is voor de economische beslissing van de maatman-gebruiker van de jaarrekening.

#### **49.4 Slot**

In deze bijdrage stond de civielrechtelijke aansprakelijkheid voor misleidende financiële verslaggeving centraal en de in dat verband toe te passen misleidingsnorm. Een eerste objectief aanknopingspunt bij het beantwoorden van die civielrechtelijke misleidingsvraag vormen de bij en krachtens de wet en het EU-recht gestelde voorschriften voor financiële verslaggeving. Het betreft hier niet meer dan een aanknopingspunt, want de enkele omstandigheid dat een bepaald inrichtingsvoorschrift voor de jaarrekening of het bestuursverslag is geschonden, hoeft *niet* per definitie tot het oordeel te leiden dat het desbetreffende financiële verslag daarmee misleidend is. Dit kan echter ook worden omgedraaid. De enkele vaststelling dat *geen* specifiek inrichtingsvoorschrift is geschonden, betekent namelijk evenmin per definitie dat desbetreffende financiële verslag daarmee *niet* misleidend is.

Bij het beantwoorden van de civielrechtelijke misleidingsvraag is verder van belang dat de jaarrekening een resultante is van keuzes en afwegingen van degenen die de jaarrekening opmaken. Vanwege die vele keuzes en afwegingen komt aan (het bestuur van) de vennootschap bij het opmaken van de jaarrekening een zekere beoordelingsvrijheid toe. Die

---

<sup>91</sup> Rb. Amsterdam 30 juli 2008 (r.o. 5.7), HA ZA 05-1645 (niet gepubliceerd) (*Double Dutch Management en Beheer/Vlasveld*). Een ander interessant aspect van dit vonnis is dat de rechtbank overweegt dat op de aangesproken bestuurders een verzwaarde stelplicht rust voor hun verweer tegen de door de eisers gestelde tekortkomingen in de financiële verslaggeving, zie r.o. 5.28. Zie in verband met deze verzwaarde stelplicht ook het vonnis Rb. Almelo 8 februari 2012 (r.o. 5.7-5.8), ECLI:NL:RBALM:2012:BV3132 (*Daniëls & Stekelenburg q.q./X*). Het dictum van dit vonnis in r.o. 6 ('[de bestuurder is] aansprakelijk (...) wegens misleidende voorstelling omdat de jaarrekening onjuiste resultaten liet zien ex artikel 2:249 BW', [toevoeging en cursivering ACWP]) acht ik overigens ongelukkig geformuleerd. Deze formulering suggereert namelijk dat voor de misleidingsnorm voor financiële verslaggeving geen materialiteitscriterium geldt.

beoordelingsvrijheid is naar mijn oordeel echter geen vastomlijnd begrip. Liggen aan de presentatie van een bepaalde jaarrekeningpost waarderingen, inschattingen en beoordelingen van zekere verwachtingen, feiten en risico's ten grondslag, dan is er relatief veel vrijheid.

Bij het beantwoorden van de civielrechtelijke misleidingsvraag komt daarnaast betekenis toe aan het jaarrekeningbeginsel van materieel belang. Hoewel in grote lijnen wel duidelijk is wat met dit beginsel wordt bedoeld, zagen wij in § 49.3.4 dat de definities van dit beginsel in respectievelijk RJ-richtlijn 115 en RJ-richtlijn 150 en in de Nederlandse tekst van respectievelijk IAS 1 en de EU-Richtlijn Jaarrekening niet steeds even goed op elkaar aansluiten. Na raadpleging van de Engelse tekst van respectievelijk IAS 1 en de EU-Richtlijn Jaarrekening kom ik echter tot de conclusie dat geen verschil bestaat in het toe te passen criterium tussen enerzijds IAS 1 en anderzijds de EU-Richtlijn Jaarrekening, en dat evenmin verschil bestaat tussen enerzijds IAS 1 en anderzijds de genoemde RJ-richtlijnen.

Verder heb ik in navolging van anderen betoogd dat het in het verlengde van het jaarrekeningrechtelijke materialiteitsbeginsel voor de hand ligt om ook bij de civielrechtelijke misleidingsnorm voor financiële verslaggeving met een materialiteitscriterium te werken. Voor dit materialiteitscriterium kan de misleidingsnorm zoals de Hoge Raad die in het World Online-arrest heeft geformuleerd voor prospectusaansprakelijkheid naar analogie worden toegepast, maar wel met twee belangrijke kanttekeningen. In de eerste plaats is de jaarrekening een andersoortig document (want meer op het verleden gericht) dan een prospectus (dat meer op de toekomst is gericht). Daarnaast gaat het bij het beantwoorden van de misleidingsvraag bij financiële verslaggeving niet zozeer om de invloed van de door de eiser gestelde onjuistheden en/of omissies op het economische gedrag van de gemiddelde *belegger*, als wel om de invloed op het economische gedrag van de gemiddelde *gebruiker* van de jaarrekening.