

Heden, de

[dag][tweeduizend elf], op verzoek van

De stichting naar Nederlands recht **STICHTING INVESTOR CLAIMS AGAINST FORTIS**, statutair gevestigd te Amsterdam, te dezer zake woonplaats kiezende aan de Weteringschans 128, te (1017 XV) Amsterdam, ten kantore van JanssenBroekhuysen Advocaten, van welk kantoor mr. J.H.B. Crucq als procesadvocaat optreedt, heb ik, deurwaarder

GEDAGVAARD

1. de naamloze vennootschap naar Nederlands recht **AGEAS N.V.** (voorheen genaamd Fortis N.V.), gevestigd te (3584 BA) Utrecht aan de Archimedeslaan 6; aldaar mijn exploit doende en afschrift dezes latende aan:
2. de naamloze vennootschap naar Belgisch recht **AGEAS S.A./N.V.** (voorheen genaamd Fortis S.A./N.V.), gevestigd te (1000) Brussel (BELGIË) aan de Markiesstraat 1, zonder bekende vestigingsplaats binnen Nederland, mitsdien mijn exploit doende voor verzending heden van twee afschriften dezes, alsmede van de ten deze betekende stukken, en het formulier als bedoeld in artikel 4 lid 3 van na te noemen verordening in de Nederlandse taal, uit kracht van de EG-Verordening nummer 1393/2007 van de Raad van 13 november 2007, inzake de betekening en kennisgeving in de lidstaten van gerechtelijke en buitengerechtelijke stukken in burgerlijke- en handelszaken, per aangetekende post naar de ontvangende instantie in België, zijnde:

aan de ontvangende instantie heb ik, (t.k.-)gerechtsdeurwaarder, verzocht om het exploit aan de gerekwireerde te betekenen c.q. daarvan kennis te geven op de wijze als genoemd onder punt 5.1 van het formulier, namelijk betekening of kennisgeving volgens de wet van de aangezochte staat;

3. de vennootschap naar Engels recht **MERRILL LYNCH INTERNATIONAL P.U.C.**, gevestigd te (EC1A 1HQ) Londen (Verenigd Koninkrijk) aan de 2 King Edward Street, zonder bekende vestigingsplaats binnen Nederland, mitsdien mijn exploit doende voor verzending heden van twee afschriften dezes, alsmede van de ten deze betekende stukken, en het formulier als bedoeld in artikel 4 lid 3 van na te noemen verordening in de Nederlandse taal, uit kracht van de EG-Verordening nummer 1393/2007 van de Raad van 13 november 2007, inzake de betekening en kennisgeving in de lidstaten van gerechtelijke en buitengerechtelijke stukken in burgerlijke- en handelszaken, per aangetekende post naar de ontvangende instantie in het Verenigd Koninkrijk, zijnde:

aan de ontvangende instantie heb ik, (t.k.-)gerechtsdeurwaarder, verzocht om het exploit aan de gerekwireerde te betekenen c.q. daarvan kennis te geven op de wijze als genoemd onder punt 5.1 van het formulier, namelijk betekening of kennisgeving volgens de wet van de aangezochte staat;

OM

op woensdag [DATUM] 2011, om 9.30 uur, niet in persoon maar vertegenwoordigd door een procesadvocaat te verschijnen ter openbare civiele terechtzitting van de Rechtbank Utrecht, welke alsdan zal worden gehouden in het gerechtsgebouw te (3511 EX) Utrecht aan het Vrouwe Justitiaplein 1,

ONDER AANZEGGING

dat indien gedaagden niet op de eerste of op een door de Rechtbank nader bepaalde roldatum op voorgeschreven wijze in het geding verschijnen dan wel verzuimen een advocaat te stellen, en de voorgeschreven termijnen en formaliteiten in acht zijn genomen, de Rechtbank verstek tegen hen zal verlenen en de vorderingen zal toewijzen, tenzij deze haar onrechtmatig of ongegrond voorkomen,

dat indien tenminste één van de gedaagden vertegenwoordigd door een advocaat in het geding verschijnt, tussen alle partijen één vonnis gewezen zal worden, dat als een vonnis op tegenspraak wordt beschouwd,

TENEINDE

Eiseres te horen eisen als volgt:

1. INLEIDING

1. In deze procedure verzoekt eiseres, de Stichting Investor Claims Against Fortis (hierna: de "**Stichting**"), ten eerste de rechtbank op de voet van artikel 3:302 BW om een verklaring voor recht af te geven ter zake van de onrechtmatigheid van het handelen van gedaagden sub 1 en 2, Ageas N.V. en Ageas S.A./N.V., jegens het beleggend publiek en jegens de (potentiële) aandeelhouders van Fortis, onder meer doordat Fortis in de jaren 2007 en 2008 – kort gezegd - herhaaldelijk onjuiste en onvolledige informatie omtrent haar onderneming heeft gepubliceerd.
2. De Stichting verzoekt voorts de rechtbank op de voet van artikel 3:302 BW een verklaring voor recht af te geven ter zake van de onrechtmatigheid van het handelen van gedaagde sub 3, Merrill Lynch International P.U.C., (hierna: "**Merrill Lynch**"), jegens het beleggend publiek en jegens de (potentiële) aandeelhouders van Fortis, onder meer doordat Merrill Lynch als begeleidende bank bij een tweetal emissies van aandelen van Fortis in 2007 en 2008, in strijd heeft gehandeld met haar zorgplicht door niet te voorkomen dat Fortis als uitgevende instelling onjuiste en onvolledige mededelingen in het prospectus of buiten het prospectus heeft gedaan, dan wel door deze onjuiste en onvolledige mededelingen niet te corrigeren, als gevolg waarvan het beleggend publiek en de (potentiële) aandeelhouders van Fortis zijn misleid en schade hebben geleden.
3. Deze dagvaarding is ingericht als volgt:
 1. Inleiding
 2. Partijen
 3. De vordering
 4. Bevoegdheid
 5. De feiten
 6. Grondslagen van de vordering
 7. Verweer van Gedaagden
 8. Bewijsaanbod

2. PARTIJEN

2.1 Eiseres

4. De Stichting is op 5 oktober 2010 opgericht. De Stichting behartigt volgens haar statutaire doelomschrijving in artikel 3 de belangen van de personen en instellingen die (i) gedurende de tijdsperiode van 29 mei 2007 t/m 14 oktober 2008 effecten¹ hebben gekocht en (ii) die verliezen hebben geleden als gevolg van de waardedaling van deze effecten (hierna: de "**Beleggers**"). Onder de doelomschrijving is uitdrukkelijk begrepen het aanspannen van een procedure met het doel het verkrijgen van een verklaring voor recht. Een kopie van de statuten van de Stichting zal worden overgelegd als **productie 1**.

2.2 Gedaagden

5. Gedaagde sub 1, Ageas N.V., was tot 11 mei 2010 genaamd Fortis N.V.. Gedaagde sub 2, Ageas S.A./N.V., was tot 11 mei 2010 genaamd Fortis S.A./N.V.. Fortis N.V. en Fortis S.A./N.V. waren de Nederlandse, respectievelijk Belgische houdstervennootschappen van het voormalige Nederlands-Belgische Fortis bank- en verzekeringsconcern (hierna: "**Fortis Groep**"). In deze dagvaarding zullen gedaagde sub 1 (hierna: "**Fortis N.V.**") en gedaagde sub 2 (hierna: "**Fortis S.A./N.V.**") gezamenlijk worden aangeduid als "**Fortis**". Voor een kort overzicht van de structuur en de organen van Fortis wordt verwezen naar hoofdstuk 5.
6. Gedaagde sub 3, Merrill Lynch, trad op als begeleidende bank bij een tweetal aandelenemissies van Fortis in respectievelijk 2007 (als "*Joint Global Coordinator*" en "*Sole Bookrunner*") en 2008 (als "*Joint Lead Manager*" en "*Joint Bookrunner*"). Merrill Lynch trad tevens op als "*underwriter*" bij beide emissies.

2.3 De Belangrijkste bestuurders bij Fortis

7. De heer Jean-Paul Votron (hierna: "**Votron**"), was Chief Executive Officer ("**CEO**") van Fortis in de periode van 2004 tot aan zijn ontslag op 11 juli 2008. Als CEO van Fortis was Votron onder meer verantwoordelijk voor het dagelijks bestuur van Fortis N.V., Fortis S.A./N.V., Fortis Brussels S.A./N.V. en Fortis Utrecht N.V.. Hij was als CEO tevens de belangrijkste woordvoerder van Fortis en gaf leiding aan het Executive Committee.
8. De heer Herman Verwilt (hierna: "**Verwilt**"), was lid van het Executive Committee en Chief Operating Officer ("**COO**") van Fortis in de periode van 2004 tot 1 januari 2008. In zijn functie als COO was Verwilt verantwoordelijk voor het concernbreed toezicht houden op het HR beleid, technologie beleid, 'Operations & Process Services' en 'PCA Shared Services'. Verwilt bekleedde naast de functie van COO vanaf 2000 ook die van Deputy CEO en hij was tevens voorzitter van het Management Committee van Fortis Bank sinds haar oprichting in 1998. Vanaf juli 2008 functioneerde Verwilt als interim CEO na het vertrek van Votron. In december 2008 trad Verwilt af als lid van het Executive Committee en als uitvoerend lid van de RvB.
9. De heer Maurice Lippens (hierna: "**Lippens**"), was uitvoerend voorzitter van de RvB van Fortis tot 2000 en aansluitend niet-uitvoerend voorzitter van de RvB. Lippens vervulde de rol van voorzitter van Fortis sinds 1990 en kan gezien worden als de "co-oprichter" van Fortis. Op 26 september 2008 is Lippens uit zijn functie ontslagen.

¹ Met effecten wordt bedoeld "enig door Fortis uitgegeven of uitgebracht effect" als bedoeld in artikel 1:1 (houdende definities) van de Wet op het financieel toezicht, dan wel enig ander waardepapier (artikel 1 van de statuten van de Stichting).

10. De heer Filip Dierckx (hierna "**Dierckx**"), was de CEO van Merchant & Private Banking en regionaal coördinator van Noord Amerika vanuit welke positie hij goed zicht had op de snel verslechterende structured credit portefeuille. In 1998 werd Dierckx benoemd als lid van het Executive Board van Fortis Bank waarbij hij verantwoordelijk was voor retail banking. Vanaf 2000 was Dierckx lid van het Executive Committee, waarbij hij als CEO verantwoordelijk was voor Merchant Banking. Op 1 januari 2008 werd Dierckx benoemd tot voorzitter van Fortis Bank en per 26 september 2008 werd hij benoemd tot CEO van Fortis waarmee hij verantwoordelijk werd voor het dagelijkse beleid van Fortis. Dierckx werd opgevolgd als CEO op 2 december 2008 door Karel de Boeck.
11. De heer Gilbert Mittler (hierna: "**Mittler**"), was Chief Financial Officer ("**CFO**") van 2000 tot 1 januari 2008. Daarna bekleedde hij de functie van "Chief of Finance and Risk" en "General Counsel". Mittler heeft binnen Fortis diverse andere functies bekleed, waaronder ook functies bij verschillende dochtermaatschappijen.

3. DE VORDERING

12. De Stichting vordert ten eerste op grond van artikel 3:305(a) BW een verklaring voor recht dat Fortis in strijd heeft gehandeld met de vereisten van Nederlands recht omtrent hetgeen haar in deze dagvaarding wordt verweten, waaronder het juist en volledig informeren van de markt en het belegend publiek omtrent de stand van zaken van haar onderneming.
13. De Stichting vordert ten tweede op grond van artikel 3:305a BW een verklaring voor recht dat Merrill Lynch in strijd heeft gehandeld met haar zorgplicht omtrent hetgeen haar in deze dagvaarding wordt verweten, waaronder het niet voorkomen dat Fortis richting de markt en het belegend publiek stelselmatig onjuiste en onvolledige mededelingen heeft gedaan, dan wel het niet corrigeren van deze onjuiste en onvolledige mededelingen.
14. De Stichting heeft voldaan aan haar plicht uit hoofde van artikel 3:305(a) lid 2 BW te pogen om in overleg te treden met gedaagden sub 1 en 2. De Stichting heeft per brief van 8 oktober 2010 (**productie 2**) Ageas N.V. en Ageas S.A./N.V. uitgenodigd om met haar in overleg te treden met betrekking tot het gevorderde. Ageas S.A./N.V. en Ageas N.V. hebben bij brief van 21 oktober 2010 (**productie 3**) het verzoek tot overleg afgewezen.
15. De Stichting heeft per brief van 2 december 2010 (**productie 4**) Merrill Lynch uitgenodigd om met haar in overleg te treden met betrekking tot het gevorderde. Tot op heden heeft de Stichting niets vernomen van Merrill Lynch.

4. BEVOEGDHEID

16. De rechtbank Utrecht is op grond van de statutaire vestigingsplaats van gedaagde sub 1, Fortis N.V., bevoegd om van deze vordering kennis te nemen.
17. Zoals hierna uit § 5.1 blijkt is het handelen van (het bestuur van) Fortis S.A./N.V. als gevolg van de concernstructuur en *governance* van de Fortis Groep onlosmakelijk verbonden met het handelen van (het bestuur van) Fortis N.V. De beoordeling van de vraag naar het onrechtmatig handelen van Fortis N.V. kan dan ook niet beantwoord worden zonder dat ook Fortis S.A./N.V. in deze procedure betrokken wordt. Om die

reden is de rechtbank Utrecht op grond van artikel 6 lid 1 van de EEX-Verordening² en artikel 7 Rv tevens bevoegd kennis te nemen van de vorderingen van de Stichting tegen Fortis S.A./N.V..

18. Hetzelfde geldt voor de beoordeling van het optreden van Merrill Lynch in deze kwestie en haar daaruit voortvloeiende aansprakelijkheid. Deze kan niet los beoordeeld worden van het handelen van Fortis zelve, nu de verantwoordelijkheden en aansprakelijkheid van Merrill Lynch sterk verweven zijn met de uitlatingen van (het bestuur van) Fortis en de door Fortis uitgegeven documenten. Merrill Lynch had immers de contractuele en maatschappelijke taak onjuistheden en onvolledigheden in deze uitlatingen en documenten van Fortis naar beste kunnen te corrigeren.

5. DE FEITEN

19. De feitelijke inhoud van deze dagvaarding is onder meer gebaseerd op (i) het Verslag van het onderzoek naar Fortis N.V. d.d. 15 juni 2010, zonder de niet-publiekelijk toegankelijke bijlagen (hierna: het "**Onderzoeksrapport**")³, (ii) het Fortis Governance Statement d.d. 25 januari 2008 (hierna: het "**Fortis Governance Statement**"; **productie 5**), (iii) de AFM boete besluiten van respectievelijk 5 februari 2010 (**productie 6**) en 19 augustus 2010 (**productie 7**) (hierna: de "**AFM Besluiten**") en (iv) overige openbare informatie, waaronder de jaarverslagen van Fortis. Eiseres heeft geen toegang tot de bijlagen bij het Onderzoeksrapport en kan daar vooralsnog dus ook geen beroep op doen.
20. Eiseres realiseert zich dat deze bronnen deels secundair zijn. Het is echter gezien de complexiteit en tijdspanne van de in deze zaak relevante feiten en omstandigheden niet goed mogelijk een meer gedetailleerd beeld te bieden van de gang van zaken dan in deze dagvaarding wordt geboden. In hoofdstuk 8 wordt uiteengezet dat - en op welke juridische grondslag - eiseres van Fortis van de inbreng in deze procedure verlangt van een aantal belangrijke documenten.
21. Dit hoofdstuk 5 geeft een overzicht van de relevante feiten waarop de vordering van de Stichting berust. In § 5.1 zal eerst een kort overzicht van de structuur en de vennootschappelijke organen van Fortis worden gegeven. In § 5.2 zal de overname van ABN AMRO door Fortis chronologisch worden behandeld, van het uitbrengen tot aan de gestanddoening van het openbaar bod op ABN AMRO. In dat kader wordt ook ingegaan op de berichtgeving door Fortis omtrent de risico's voor de Fortis Groep uit hoofde van de subprime crisis in de Verenigde Staten en het (niet) invoeren van de *Material Adverse Change* clause in de transactiedocumentatie ten aanzien van de overname van ABN AMRO.
22. In § 5.3 zullen de ontwikkelingen in de eerste helft van 2008 tot aan de bekendmaking van de versnelde uitvoering van het solvabiliteitsplan op 26 juni 2008 aan bod komen. In § 5.4 zullen vervolgens de ontwikkelingen in de tweede helft van 2008 tot aan de verklaringen van Fortis op 26 september 2008 worden behandeld. In § 5.5 tenslotte zal de eindfase van de Fortis Groep worden besproken tot aan de nationalisatie van Fortis

² EG-Verordening nummer 44/2001 van de Raad van 22 december 2000 betreffende de rechterlijke bevoegdheid, de erkenning en de tenuitvoerlegging van beslissingen in burgerlijke en handelszaken.

³ Het Onderzoeksrapport omvat 583 pagina's en zal vanwege de omvang niet als productie worden overgelegd. Link (7 januari 2011):

http://www.ageas.com/Documents/NL_final_report_dutch_investigation_20100616.pdf

door de Belgische en de Nederlandse overheden en de verkoop van zekere onderdelen van Fortis S.A./N.V. aan BNP Paribas.

5.1 Een kort overzicht van het ontstaan, de structuur en de organen van Fortis

23. Fortis is van oorsprong een Belgische verzekeringsmaatschappij die als gevolg van een strategische groeistrategie door overnames vanaf 1990 haar activiteiten naar Nederland uitbreidde en tevens gaandeweg steeds meer bancaire activiteiten uitoefende. De Fortis Groep maakte in de jaren '90 van de vorige eeuw een stormachtige groei door na het samenvoegen van de Nederlandse verzekeraar AMEV, de Nederlandse bancaire VSB Groep en de Belgische verzekeraar AG Groep.
24. Na een reeks van verdere overnames, met als belangrijkste de Nederlandse handelsbank Mees Pierson van ABN AMRO in 1997 en de Belgische Generale Bank in 1998, groeit de Fortis Groep gestaag verder tot een internationale financiële dienstverlener in bankieren en verzekeren met een balanstotaal van EUR 775 miljard per ultimo 2006.⁴
25. Fortis kent een zogeheten 'duale structuur'. Er staan twee vennootschappen aan het hoofd van de groep: de naamloze vennootschap naar Belgisch recht Fortis S.A./N.V., gevestigd te Brussel, en de naamloze vennootschap naar Nederlands recht Fortis N.V., gevestigd te Utrecht. De aandelen van deze beide vennootschappen zijn genoteerd aan respectievelijk Euronext Brussel en Euronext Amsterdam. De aandelen worden 'verbonden' verhandeld hetgeen betekent dat een aandeel in Fortis S.A./N.V. slechts kan worden verkregen tezamen met een aandeel in Fortis N.V. en vice versa. Hoewel er sprake is van twee afzonderlijke vennootschappen, vormen ze in economisch en juridisch opzicht één geheel doordat de aandelen gezamenlijk verhandeld worden en omdat er sprake is van een *personale unie* in de belangrijkste bestuursorganen van beide vennootschappen en de belangrijkste tussenholdings van de Fortis Groep: deze hebben dezelfde personen als bestuurder.
26. Fortis S.A./N.V. en Fortis N.V. houden ieder 50% van de aandelen in Fortis Brussels S.A./N.V. en 50% van de aandelen in Fortis Utrecht N.V.. Fortis Brussels S.A./N.V. houdt op haar beurt alle aandelen in Fortis Bank S.A./N.V. Fortis Bank S.A./N.V. staat aan het hoofd van de groep van vennootschappen die zich binnen het concern bezighouden met het bankbedrijf. Fortis Utrecht N.V. houdt op haar beurt alle aandelen in Fortis Insurance N.V.. Fortis Insurance N.V. staat aan het hoofd van de groep van vennootschappen die zich binnen het concern bezighoudt met het verzekeringsbedrijf. **Productie 9** bevat een overzicht van de juridische structuur van de Fortis Groep vanaf 2007 tot heden.
27. Fortis S.A./N.V. en Fortis N.V. kent twee statutaire organen, de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (de "**AvA**") en de Raad van Bestuur (de "**RvB**"). Daarnaast kent Fortis een "Executive Committee" (het "**ExCo**") dat zich bezighoudt met de dagelijkse leiding. Het ExCo is geen separaat statutair orgaan maar maakt samen met de CEO onderdeel uit van het "Executive Management". De rol, verantwoordelijkheden en de bevoegdheden van de organen van Fortis zijn uitgewerkt in reglementen die zijn opgenomen in het Fortis Governance Statement.⁵

⁴ Jaarverslag Fortis 2006, p. 13, **productie 8**.

⁵ Eiseres merkt op dat op de voorpagina van het Fortis Governance Statement (productie 5) staat vermeld dat het document "wordt herzien".

De AvA

28. Zoals hierboven uiteengezet kennen Fortis S.A./N.V. en Fortis N.V. 'verbonden' aandelen. Als gevolg van dit principe van 'verbonden' aandelen is het aantal uitgegeven Fortis aandelen altijd gelijk aan de som van het aantal uitgegeven aandelen Fortis S.A./N.V. en Fortis N.V. De aandeelhouders zijn eigenaar van een aandeel Fortis S.A./N.V. en van een aandeel Fortis N.V.. Zij hebben derhalve stemrecht in de algemene vergadering van Fortis S.A./N.V. én van Fortis N.V., die gehouden wordt in respectievelijk Brussel en Utrecht.⁶ De aandeelhouder kan voor elke dividenduitkering kiezen tussen een dividend uitgekeerd door Fortis S.A./N.V. of door Fortis N.V., welke uitkeringen gelijk zijn.

De RvB

29. De RvB is het hoogste besluitorgaan van Fortis, behalve voor aangelegenheden die door het vennootschapsrecht of de statuten zijn voorbehouden aan de AvA. De RvB bestaat uit maximaal 17 leden. Zij kent een zogeheten "one-tier" structuur: er hebben zowel "executive" als "non-executive" leden zitting in. De "non-executive" leden hebben een toezichthoudende taak die vergelijkbaar is met die van een commissaris onder het Nederlandse vennootschapsrecht. De RvB heeft tenminste twee uitvoerende leden, namelijk de CEO en de Deputy CEO. De meerderheid van de RvB bestaat uit "non-executive" leden.
30. De belangrijkste verantwoordelijkheden van de RvB zijn volgens het Fortis Governance Statement het geven van "*strategische richting aan Fortis en het toezien op de gang van zaken binnen Fortis*".⁷ Wat deze taken en verantwoordelijkheden meer precies inhouden, is omschreven in het reglement van de RvB zoals opgenomen in deel III van het Fortis Governance Statement.
31. De RvB wordt bij de uitoefening van haar taken en verantwoordelijkheden bijgestaan door een drietal (sub)commissies: het Nomination and Remuneration Committee (het "NRC"), het Risk and Capital Committee (het "RCC") en het Audit Committee (het "AC"). Deze commissies zijn samengesteld uit minimaal 3 en maximaal 5 "non-executive" bestuursleden. De rol en de verantwoordelijkheid van iedere commissie wordt bepaald door de RvB en is vastgelegd in de respectieve reglementen zoals opgenomen in Deel IV van het Fortis Governance Statement.
32. Kort samengevat is de rol van het NRC om de RvB bij te staan bij alle kwesties die te maken hebben met de benoeming en bezoldiging van de leden van de RvB en het Executive Management. De rol van de RCC is de RvB bij te staan (i) in het onderkennen van de risico's die inherent zijn aan de bank- en verzekeringsactiviteiten en waaraan Fortis blootstaat, (ii) bij het toezicht op het raamwerk voor het juiste beheer van deze risico's en (iii) in het waarborgen dat het kapitaal van Fortis toereikend is in relatie tot bovenvermelde risico's en de risico's eigen aan de bedrijfsvoering als geheel. De rol van het AC tenslotte is om de RvB bij te staan in zijn toezichthoudende taken met betrekking tot de interne controle binnen Fortis, met inbegrip van de interne controle van de financiële rapportering.

Het Executive Management

⁶ Voor een verdere toelichting op de AvA verwijst eiseres korthedshalve naar deel II van het Fortis Governance Statement.

⁷ Zie Fortis Governance Statement, p. 19.

33. Het Executive Management van Fortis bestaat uit de CEO en het Group Executive Committee ("**ExCo**"). Het Executive Management is belast met de dagelijkse leiding van Fortis in overeenstemming met de waarden, de strategie, het beleid, de planning en de budgetten zoals vastgesteld door de RvB.⁸
34. De bevoegdheden en het gezag van het ExCo worden gedeeld door de individuele leden. Zij zijn verantwoording verschuldigd aan de CEO over alle aan het ExCo toevertrouwde zaken, waarbij de CEO eindverantwoordelijk is naar de RvB voor de aan het ExCo toevertrouwde bevoegdheden en plichten.⁹ Het ExCo functioneerde in de praktijk vaak als de RvB. Noch het ExCo zelf, noch de individuele leden, afgezien van de CEO en de Deputy CEO, zijn statutair bestuurder van Fortis N.V. en Fortis N.V./S.A. Wel vormt het voltallige ExCo het statutaire bestuur van Fortis Utrecht N.V. en Fortis Brussels S.A./N.V..
35. De Executive Board ("**ExBo**") tenslotte is het ExCo van Fortis Bank S.A./N.V., de houdstervennootschap van de groep van Fortis vennootschappen die zich bezighouden met het bankbedrijf.

5.2 De overname van ABN Amro

Een chronologisch overzicht op hoofdlijnen van het openbaar bod op ABN AMRO

36. Op 30 maart 2007 wordt voor het eerst in het ExCo de mogelijkheid besproken om tezamen met Royal Bank of Scotland Plc. ("**RBS**") en Banco Santander S.A. ("**Santander**") ABN AMRO over te nemen. In de daaropvolgende RvB-vergadering van 4 april 2007 wordt de mogelijke overname van ABN AMRO gepresenteerd als een unieke strategische kans voor Fortis.¹⁰ De Onderzoekers stellen onder meer op basis van analistenrapporten vast dat de overname van ABN Amro de relatief zwakke positie van Fortis in de markt voor *private banking* en *retail banking* in Nederland in een sterke positie zou doen veranderen.¹¹ Voorts stellen de Onderzoekers vast dat de *commercial banking* activiteiten in de Europese strategie van Fortis pasten en dat de transactie de zwakke solventie positie van Fortis (een structureel tekort van maximaal EUR 70 miljard) met een bedrag van EUR 20 – 25 miljard aanzienlijk zou versterken.¹² Lippens en Votron vragen en krijgen van de RvB een gezamenlijk mandaat om deelname aan het consortium te onderzoeken.
37. Op 13 april 2007 kondigen RBS, Santander en Fortis (hierna gezamenlijk aangeduid als het "**Consortium**") in een persbericht hun voornemen aan om een openbaar bod uit te brengen op ABN AMRO. Voor de overname richt het Consortium de Nederlandse besloten vennootschap RFS Holdings B.V. op, waarin RBS, Santander en Fortis ieder voor één/derde participeren.
38. Fortis zoekt vervolgens naar wegen om de financiering van haar aandeel in het aankomende bod op ABN AMRO zeker te stellen. Merrill Lynch, dat de mogelijkheid van de transactie bij Fortis heeft aangedragen, wordt als adviserende *investment banker* aangesteld. Op 16 mei 2007 tekent Fortis een EUR 17 miljard "Stand-by Underwriting Commitment Agreement" met Merrill Lynch.¹³ In dit document komen Fortis en Merrill

⁸ Zie het Fortis Executive Management reglement zoals opgenomen in deel V van het Fortis Corporate Governance.

⁹ Zie onder V.2.2. van het Fortis Governance Statement.

¹⁰ Zie Onderzoeksrapport § 1315.

¹¹ Zie Onderzoeksrapport § 152.

¹² Zie Onderzoeksrapport § 152.

¹³ Zie Onderzoeksrapport § 1349.

Lynch overeen dat Merrill Lynch een succesvolle claim-aandelenemissie van maximaal EUR 17 miljard zal garanderen, tegen een nader overeen te komen uitgifteprijs per aandeel. Indien de emissie doorgang zou vinden zou het contract worden vervangen door een daadwerkelijk Underwriting Commitment van de zijde van Merrill Lynch. De Stichting beschikt niet over het document Stand-by Underwriting Commitment Agreement.

39. Op diezelfde dag tekent Fortis tevens een EUR 5 miljard "Stand-by Underwriting Commitment Agreement" met Merrill Lynch, waaronder Merrill Lynch de emissie van diverse zogenoemde tier-1 instrumenten zal garanderen.¹⁴ Voorts verstrekt een consortium van vijf banken bestaande uit ING, Rabobank, Mediobanca, Société Generale en Dresdner Bank een "backstop liquidity facility" van maximaal EUR 10 miljard aan Fortis.¹⁵ De Stichting beschikt ook niet over dit document.
40. Met behulp van deze beide financiële documenten verzekert Fortis (toegang tot) financiële middelen van EUR 32 miljard. Dat bedrag kan Fortis aanwenden ter financiering van haar aandeel in de verwachte koopsom van de acquisitie van ABN AMRO in het geval het Fortis niet lukt voldoende middelen "uit de markt" te verkrijgen ter financiering van haar aandeel in de overnamesom.
41. Op 29 mei 2007 publiceert het Consortium een persbericht waarin in meer detail wordt toegelicht tegen welke voorwaarden het Consortium haar openbaar bod op ABN AMRO wil uitbrengen. De biedprijs is ruim EUR 38 per aandeel ABN AMRO. Met de acquisitie is derhalve ruim EUR 71 miljard gemoeid, waarvan ruim 24 miljard (33,8 % van de overnamesom) voor rekening van Fortis komt. Het Consortium zou na de overname de verschillende onderdelen van ABN AMRO verdelen, waarbij Fortis de Nederlandse activiteiten van ABN AMRO toebedeeld krijgt.
42. Op 20 juli 2007 wordt het biedingsbericht van RFS Holdings B.V. gepubliceerd¹⁶ (hierna: het "**Biedingsbericht**"). In dit Biedingsbericht wordt onder meer het financieringsplan voor het aandeel van Fortis in de overname van ABN AMRO toegelicht. Het Biedingsbericht geeft de volgende informatie met betrekking tot de voorgenomen wijze van financiering door Fortis van haar aandeel van EUR 24 miljard in de overnameprijs van ABN AMRO:¹⁷

"Fortis intends to finance its portion of the consideration to be paid by RFS Holdings in the Offer and the US Offer, which portion Fortis expects to amount to approximately EUR 24 billion, by means of the following sources:

- *net proceeds of an equity offering by Fortis of up to EUR 13 billion, which offering will be made in the form of a non-statutory rights offering and offering of shares representing unexercised rights in accordance with applicable Belgian and Dutch and other applicable law;*
- *net proceeds of the placement of conditional capital exchangeable notes ("CCENs), a new contingent core Tier 1 capital instrument issued on 11 July 2007, raising 2 billion; and*
- *the remaining part from the proceeds of a combination of*

¹⁴ Zie Onderzoeksrapport § 1350.

¹⁵ Zie Onderzoeksrapport § 1356, punt 3.

¹⁶ Het Biedingsbericht omvat 190 pagina's en zal vanwege de omvang niet als productie worden overgelegd. Link (7 januari 2011):

http://files.shareholder.com/downloads/RBS/1119557641x0x262634/01F747C3-EC22-467F-88E6-44D3EDC4D851/Offer_Memorandum_Preference_Shares.pdf

¹⁷ Zie Onderzoeksrapport § 1388 waar PART XIII p. 90 en 91 van het Biedingsbericht wordt geciteerd.

- (i) the issuance of various securities;*
 - (ii) the sale of specific non-core assets of Fortis that Fortis may complete prior to the completion of the Offer; and*
 - (iii) other internal resources including but not limited to cash on Fortis's balance sheet.*
- (...)*

Fortis intends that following the Offer it will refinance the remaining part of the consideration through a combination of the following sources:

- up to EUR 5 billion to be raised by issuing other Tier 1 capital instruments, equity-linked subordinated hybrid capital securities and/or convertible debt/securities (...); and*
- up to EUR 8 billion through multiple other transactions, consisting of further sales of non-core assets, securitization transactions and other similar transactions.”.*

43. Op 6 augustus 2007 wordt tijdens de buitengewone AVA (de “**BAVA**”), zowel in Brussel als in Utrecht, de deelname van Fortis aan het openbaar bod met een ruime meerderheid van stemmen door de aandeelhouders goedgekeurd. De BAVA verleent tevens haar goedkeuring aan de uitgifte van nieuwe aandelen ter financiering van het bod op ABN AMRO.
44. Op 17 september 2007 geeft de Minister van Financiën, op advies van De Nederlandse Bank, (“**DNB**”), de benodigde verklaringen van geen bezwaar af aan het Consortium voor de voorgenomen overname van ABN AMRO. Hieraan voorafgaand heeft DNB uitvoerig overleg gevoerd met Merrill Lynch over de financiering van de acquisitie van ABN Amro. Merrill Lynch heeft tijdens dit overleg haar commitment ten aanzien van de aandelenemissie bevestigd.¹⁸
45. In de RvB-vergadering van 20 september 2007 besluit de RvB tot een aandelenemissie ter waarde van EUR 13,4 miljard tegen een emissiekoers van EUR 15 per aandeel voor de financiering van de overname van ABN AMRO. In dezelfde vergadering keurt de RvB het prospectus dat op 20 september 2007 zal worden uitgegeven ten behoeve van deze aandelenemissie (het “**Prospectus**”)¹⁹ goed. Merrill Lynch bevestigt op deze dag dat zij vertrouwen heeft in de financiering van de transactie en dat zij zich “comfortabel voelt” met de solvabiliteits- en liquiditeitsontwikkelingen van Fortis.²⁰
46. Bij persbericht van 21 september 2007 (“**Trading Update**”) kondigt Fortis de aandelenemissie ter waarde van EUR 13,4 miljard aan de markt aan. De tekst van de Trading Update is integraal opgenomen in § 5.1.4. van het Prospectus. Het Prospectus wordt op 24 september 2007 in beperkte mate online beschikbaar gesteld en vervolgens op 25 september 2007 volledig gepubliceerd.
47. Op 3 oktober 2007 maakt Fortis publiekelijk bekend dat de Europese Commissie goedkeuring heeft verleend voor de overname van delen van ABN AMRO. De Europese Commissie verbindt aan haar goedkeuring wel de voorwaarde dat Fortis maatregelen treft ten aanzien van haar concurrentiepositie in het marktsegment Commercial Banking in Nederland. De voorwaarden van de EC komen er op neer dat Fortis zo spoedig mogelijk na de overname, doch uiterlijk vóór 3 juli 2008 diverse onderdelen

¹⁸ Zie Onderzoeksrapport § 1481.

¹⁹ Het Prospectus bevat 425 pagina's en zal vanwege de omvang niet als productie worden overgelegd. Link (7 januari 2011): http://www.afm.nl/registers/emissies_documents/4894.pdf

²⁰ Zie Onderzoeksrapport § 1522.

van ABN AMRO zal hebben afgestoten, waaronder de Hollandse Bank Unie N.V. ("HBU"), 13 advieskantoren, 2 Corporate Client afdelingen en IFN Finance B.V. (hierna: de "EC Remedies").²¹

48. Op 11 oktober 2007 kondigt Fortis in een persbericht aan dat er op 9 oktober 2007 voor EUR 13,4 miljard nieuwe aandelen in de markt zijn geplaatst. Op 17 oktober 2007 volgt tenslotte gestanddoening en betaalbaarstelling van het bod van RFS Holdings B.V. op ABN AMRO. Het Consortium verwerft circa 98% van alle aandelen ABN AMRO. Het restant van de aandelen ABN AMRO is naderhand via een uitkoopprocedure verkregen.

De berichtgeving door Fortis ten aanzien van de risico's verbonden aan de subprime problematiek in de VS.

49. Vanaf medio 2007 begint de wereldwijde kredietcrisis zich te manifesteren. In § 1.3.5. van het Onderzoeksrapport verwijzen Onderzoekers voor een toelichting op de kredietcrisis naar het rapport van DNB van maart 2010 "In het spoor van de crisis".²² In dit rapport wordt een overzicht gegeven van de gehanteerde financiële termen en producten alsmede een chronologische samenvatting van de belangrijkste gebeurtenissen in de aanloop naar en het uitbreken van de kredietcrisis. De Stichting verwijst korthedshalve naar dit rapport voor een verdere toelichting op de achtergronden van de kredietcrisis, en de wijze waarop deze zich heeft ontwikkeld.
50. De directe aanleiding van de kredietcrisis is de snelle waardedaling van bepaalde gestructureerde beleggingsproducten, de zogeheten *Collateralized debt obligations* ("CDO's"). CDO's zijn obligaties uitgegeven en gebaseerd op de waarde en zekerheid van het onderpand (de 'collateral'). Dat onderpand bestaat uit "pakketten" vorderingen, zoals een verzameling gebundelde hypotheekleningen of creditcardleningen. Deze gebundelde leningen worden door banken opgesplitst in tranches met een oplopend risico en vervolgens verkocht aan beleggers. De laagste tranche, de zogeheten 'subprime', kenmerkt zich door het hoogste risico dat de daarin samengebrachte debiteuren niet terugbetalen, maar levert daarmee ook de hoogste rente op. De hoogste tranche is vrijwel risicoloos maar geeft een lage rente.²³ Fortis bezat eind 2007 ruim EUR 43 miljard aan zogeheten 'Structured Credits Instruments' waarvan de CDO's onderdeel uitmaakten.²⁴
51. Uit het Onderzoeksrapport blijkt dat Fortis reeds in maart 2007, dus voordat de kredietcrisis zich begint te manifesteren, intern haar mogelijke blootstelling aan subprime gerelateerde beleggingsproducten heeft geïnventariseerd. Deze informatie heeft Fortis op 26 maart 2007 met de Belgische toezichthouder, de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen ("CBFA"), gedeeld.²⁵ De informatie is niet publiekelijk beschikbaar.
52. Drie maanden later, op 27 juni 2007, wordt volgens de notulen van het ExBo voor het eerst uitdrukkelijk gesproken over de CDO-exposure. Uit de notulen van de vergadering blijkt dat:²⁶

²¹ Zie Onderzoeksrapport § 1556.

²² Link (7 januari 2011): http://www.dnb.nl/binaries/In%20het%20spoor%20van%20de%20crisis%20-%20DNB%20maart%202010_tcm46-230653.pdf

²³ Uit: Woordenboek van de kredietcrisis (www.dnb.nl)

²⁴ Uit: Fortis Consolidated Financial Statements 2007. Structured Credits Instruments worden omschreven als effecten die bestaan uit 'herverpakte' kasstromen uit financiële contracten.

²⁵ Zie Onderzoeksrapport §§ 392 en 474.

²⁶ Zie Onderzoeksrapport § 1377.

"(...) the evolution of traded credits and Fortis' active role in CDO (Collateralized debt obligation) warehousing and Investment Portfolio could lead to Mark-to-Market losses due to a worsening of the US sub-prime mortgage market."

53. In diezelfde vergadering wordt specifiek gesproken over de impact van de US subprime markt op de CDO activiteiten van Fortis. Op basis van die discussie wordt geconcludeerd dat een voorziening van USD 40 miljoen moet worden getroffen, waarbij rekening dient te worden gehouden met een USD 27 miljoen 'first loss protection'.²⁷ Het is onduidelijk of de RvB ook van het probleem wordt verwittigd.
54. Op 31 juli 2007 vergadert het ExBo wederom over subprime. Tijdens deze vergadering wordt gesproken van een CDO "exposure" van USD 736 miljoen. Het is niet duidelijk wat daarmee wordt bedoeld of hoe deze berekening tot stand is gekomen. Ook het Onderzoeksrapport is daarover niet duidelijk.²⁸
55. Op 1 augustus 2007, een dag na de ExBo-vergadering, wordt 'code orange' afgekondigd in verband met de druk op de liquiditeit van Fortis. 'Code orange' betekent dat er dagelijks aan het ExCo gerapporteerd moet worden over de liquiditeit.²⁹
56. Op 7 augustus 2007 vindt er een vergadering van het AC van de RvB plaats. Tijdens deze vergadering geeft Dierckx een presentatie over de subprime situatie. De vraag rijst wat er in het halfjaarbericht van Fortis, dat op 9 augustus 2007 wordt uitgebracht, over de subprime risico's van de Fortis Groep zal worden opgenomen. Besloten wordt om die discussie voort te zetten in de RvB die een dag later zal plaatsvinden. Vooruitlopend op deze discussie mailt Dierckx diezelfde avond aan o.a. Verwilt, Mittler en Votron:³⁰

"The proposal will be to leave out the reference to the subprime market and to focus on the resilience of the trading results despite the difficult markets in structured credits and energy. We have also discussed the various issues with Karel who agrees that based on the knowledge we have now we should refrain from making additional comments."

57. Er wordt over een concept-persbericht nagedacht, en er circuleren verschillende concepten. Saevels mailt de wijzigingen in het concept-persbericht aan o.a. Verwilt, Mittler en Votron.³¹

"please find below the amended paragraph of the text in the press release (2 sentences have been left out; Energy trading weaknesses has been added and "overall" added to last sentence)

NEW:

Trading revenues (adjusted for grossing up) remained stable at high level EUR 530 million. The better performance by the Forex and Rates Group and the considerable advance of the Equity Cash and Derivatives Group offset the weaker results in the Structured Finance group and Energy trading,

²⁷ Zie Onderzoeksrapport § 1378.

²⁸ Zie Onderzoeksrapport §§ 386 en 1391.

²⁹ Zie Onderzoeksrapport § 1401.

³⁰ Zie Onderzoeksrapport § 1414.

³¹ Zie Onderzoeksrapport § 1415.

demonstrating the diversification benefits of our portfolio of activities. Overall trading results nevertheless maintained the very high level of income of the first half of 2006 despite these adverse market conditions.

OLD:

*Trading revenues (adjusted for grossing up) remained stable at high level EUR 530 million. The better performance by the Forex and Rates Group and the considerable advance of the Equity Cash and Derivatives Group offset the weaker results in the Structured Finance group, demonstrating the diversification benefits of our portfolio of activities. **Regarding the Structured Finance activities, the unrest in the US subprime mortgage sector significantly influenced the behaviour of both investors and issuers, leading to difficult market conditions that affected our trading and origination business. Due to severe spread widening of certain asset classes in the US, Fortis' results include a negative revaluation of open positions.** Trading results nevertheless maintained the very high level of income of the first half of 2006 despite these adverse market conditions.*

When asked for our exposure and impact on our results we could answer:

"Although we have some US Subprime mortgage CDO exposure, we are convinced, based on our current assessment, that this will not have a material effect on our full year 2007 results."

We will redraft our Q&A accordingly and include a script to address the questions on:

1/ why we are not more precise in our disclosure

2/ why we are so confident to make this statement (qualitative answers – no figures will be mentioned)."

58. In het persbericht van 9 augustus 2007 over de halfjaarcijfers van Fortis is de hierboven vetgedrukte geciteerde vermelding over de subprime situatie uitdrukkelijk weggelaten.
59. In de RvB-vergadering van 8 augustus 2007 wordt dezelfde presentatie gegeven als in de AC-vergadering van de dag ervoor. Dierckx presenteert in deze RvB-vergadering een subprime exposure van Fortis van EUR 8,681 miljoen (afgerond EUR 8,7 miljard), onderverdeeld in drie categorieën³²: "RMBS³³: EUR 3.066 miljoen, High Grade CDO: EUR 4.371 miljoen, en Mezzanine CDO: EUR 1.244 miljoen." Het Onderzoeksrapport maakt niet duidelijk hoe deze inschattingen tot stand zijn gekomen en wat met de afkortingen wordt bedoeld.
60. Dierckx deelt aan de RvB mede dat hij niet verwacht dat deze subprime exposure een materieel effect zal hebben op de verwachte nettowinst voor het boekjaar 2007. In de notulen wordt met betrekking tot het persbericht over de halfjaarcijfers vermeld:³⁴

"Exact figures will not be disclosed".

61. Op 13 augustus 2007 vindt er een ExBo-vergadering plaats waarin Dierckx het volgende over de subprime kwestie opmerkt:³⁵

³² Zie Onderzoeksrapport § 1423.

³³ Residential Mortgage Backed Securities. Zie Onderzoeksrapport § 1437.

³⁴ Zie Onderzoeksrapport § 1424.

"Mr. F. Dierckxs points out that problems in the US subprime mortgage market have quickly spread to the credit and capital markets. Market professionals in the credit market are currently on the edge as many believe it is only a matter of time before more institutions fall victim to losses on securitisations of subprime mortgages, or mark-to-market losses on asset backed securities in general. This climate has resulted in a liquidity crunch in the credit market in general and the asset-backed commercial paper market in particular. In order to ease fears of liquidity drying up in the interbank market, the European Central Bank has pumped EUR 95 billion into the market. Mr. Dierckx explains that the Bank has drawn on this facility."

62. Op 23 augustus 2007 publiceert Société Générale een analistenrapport over Fortis waarin met betrekking tot de subprime blootstelling van Fortis wordt opgemerkt:³⁶

*"What could be the exposure to sub-prime?
During the 02 earnings presentation management stated that it saw no material impact on 2007 profits. However, it also stated that it expected credit-losses to range between 10-15bps for the full year (just 2 bps for H1) and that this was "prudent" on the back of the volatility currently seen in the US credit markets. To date the company has been unwilling to disclose its potential exposure, but below we have summarized some of the potential areas in which there could be exposure. In order to ease concerns and keep the expected discount in the rights issue as limited as possible, we believe the company has to provide more detail on its potential exposure."*

63. In de loop van augustus ontstaat er bij verschillende bestuursleden twijfel of de informatieverstrekking aan de markt met betrekking tot de subprime problematiek nog wel correct en voldoende volledig is. Zo vraagt Kloosterman zich op 23 augustus 2007 in een email aan o.a. Mittler en Dierckx af of de huidige kennis omtrent de subprime problematiek niet tot een "voortschrijdend inzicht" zou moeten leiden:³⁷

"From the start I have felt that we would be best off with transparency. With the knowledge of the day we have used the wording we do not expect material impact 2 weeks ago. Question is whether our insights of today would lead us to a "voortschrijdend inzicht" (epiphany)?"

64. Een week later stelt ook Moucheron zich deze vraag in een email aan Scharfe:³⁸

*"For the external world, the line used when presenting the H107 results was more on subprime than on liquidity (...). It said: Although we have some US Sub-prime mortgage CDO exposure, we are convinced, based on our current assessment, that this will not have a material effect on our full year 2007 results." (...) **I think we should check with Filip/Karel that we can still keep this line**, and how we 'enrich' to address the liquidity issue (...)"*.
(markering van Onderzoekers)

³⁵ Zie Onderzoeksrapport § 1426.

³⁶ Zie AFM Besluit van 19 augustus 2010, p. 5.

³⁷ Zie Onderzoeksrapport § 1435.

³⁸ Zie Onderzoeksrapport § 1441.

65. Ook Van Waeyenberg stuurt een email aan Lippens met cc aan Hessels waarin hij aangeeft op de RvB-vergadering van 27 augustus 2007 uitgebreid te willen stilstaan bij de subprime-problematiek.³⁹ Deze RvB-vergadering vindt uiteindelijk niet plaats.
66. Op 27 augustus 2007 vindt er wel een AC-vergadering en een RvB-vergadering van Fortis Bank plaats. In die laatste vergadering wordt een uiteenzetting gegeven van het subprime exposure. Uit de notulen van die vergadering blijkt⁴⁰ (net als uit de notulen van de RvB-vergadering van 8 augustus 2007) dat het totale subprime exposure op dat moment EUR 8,625 miljoen (afgerond EUR 8,7 miljard) bedraagt en is onderverdeeld in de 3 categorieën: RMBS, High Grade CDO, en Mezzanine CDO. De bedragen die bij deze 3 categorieën zijn geplaatst, wijken iets af van de bedragen die genoemd zijn in de RvB-vergadering van 8 augustus 2007: *"RMBS: EUR 2.910 miljoen, High Grade: EUR 4.461 miljoen, en Mezzanine CDO: EUR 1.244 miljoen."* Deze drie categorieën worden vervolgens verder onderverdeeld in verschillende sub-categorieën van subprime beleggingsproducten.⁴¹
67. In de notulen wordt voorts geconcludeerd dat de verwachte nadelige gevolgen van het subprime exposure geen materieel effect zullen hebben op de resultaten en dat de winstprognose van Fortis voor 2007 ongewijzigd in stand blijft:⁴²

"In view of these elements, it is indicated that losses on Subprime should not materially affect results and that the forecasted profit should be realised."

68. Op 28 augustus 2007 vindt er een ExCo-vergadering plaats. Uit het AFM Besluit van 19 augustus 2010 volgt dat tijdens deze vergadering een presentatie met als titel *"US Subprime Update"* aan het ExCo wordt gegeven.⁴³ In deze presentatie wordt bekend gemaakt wat op dat moment voor Fortis de totale subprime blootstelling bedraagt alsmede welk deel daarvan gerelateerd is aan US subprime. De bedragen (in miljarden euro's) zijn in het Besluit onleesbaar gemaakt.
69. Tevens wordt in deze presentatie onder de titel *"Risk Assessment Subprime Exposure"* een uiteenzetting gegeven van de risico's die voortvloeien uit de subprime blootstelling. Ook deze uiteenzetting is onleesbaar gemaakt. De AFM verbindt aan deze presentatie de conclusie dat:⁴⁴

"het samenstel van bovengenoemde feiten vanaf 28 augustus 2007 kwalificeert als concrete informatie waarvan openbaarmaking een significante invloed op de koers zou kunnen hebben en waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken."

70. Kloosterman doet op 3 september 2007 verslag van een bespreking met DNB aan Mittler en De Boeck. Uit dit verslag volgt dat Merrill Lynch nog steeds haar steun verleend aan het Consortium en met name aan Fortis en dat zij vertrouwen heeft in de aandelenemissie:⁴⁵

"Andrea and Jim have reconfirmed the strong commitments Merrill Lynch has towards the consortium and to Fortis specifically. They expressed their total

³⁹ Zie Onderzoeksrapport § 1432.

⁴⁰ Zie Onderzoeksrapport § 1437.

⁴¹ Zie Onderzoeksrapport § 1437 voor een overzicht van deze sub-categorieën.

⁴² Zie Onderzoeksrapport § 1437.

⁴³ Zie AFM Besluit 19 augustus 2010, p. 18

⁴⁴ Zie AFM Besluit 19 augustus 2010, p. 18 en 19.

⁴⁵ Zie Onderzoeksrapport § 1442.

confidence that at today's market prices there would be ample availability of liquidity. Andrea highlighted that investors will be acquiring F at a multiple of 5 times earnings."

71. Op 4 september 2007 vindt er vervolgens een vergadering van het ExCo plaats. Over de subprime problematiek wordt het volgende opgemerkt in de notulen:⁴⁶

*"Based upon testing our portfolio via stringent "mark to model", projected losses are confirmed to be in range between € 350-400 mio. It is expected therefore – if and when all other businesses continue to deliver - our statement that no material impact is expected on our FY 2007 results remains correct."*⁴⁷

72. Op diezelfde dag vindt er ook een RvB-vergadering plaats. Dierckx geeft tijdens deze vergadering een presentatie waarin hij opmerkt dat de liquiditeit in de Amerikaanse subprime-markt sinds eind juli 2007 volledig is opgedroogd, en dat er nauwelijks handel is in CDO's.⁴⁸ In verband hiermee moet worden overgeschakeld van een Mark-to-Market waarderingsmethode naar een Mark-to-Model waarderingsmethode. Bij die laatste methode wordt niet langer gewaardeerd op basis van de vergelijkbare marktwaarden (omdat er immers geen markt meer is) maar vindt de waardering plaats op basis van theoretische modellen.⁴⁹

73. Dierckx concludeert dat op basis van de Mark-to-Model methode de totale subprime exposure van Fortis neerkomt op (afgerond) EUR 8,7 miljard. Datzelfde bedrag had Dierckx vier weken eerder, in de RvB-vergadering van 8 augustus 2007 alsmede in de RvB-vergadering van 27 augustus 2007, ook al genoemd. Tijdens de vergadering van 4 september 2007 worden wederom dezelfde categorieën genoemd (alleen is hier de categorie Mezzanine gesplitst in "Mezzanine" en "Below mezzanine") waarbij dit keer ook een risico-aanduiding wordt gegeven aan iedere categorie: "RMBS: minimal risk, Super senior: Low risk, Mezzanine: Moderate risk en Below mezzanine: High risk."⁵⁰

74. Het verwachte verlies op de subprime beleggingen van EUR 350-400 miljoen zoals weergegeven in de notulen van de vergadering van het ExCo op 4 september 2007, wordt echter niet genoemd in (de notulen van) de RvB-vergadering van diezelfde dag.

75. In de notulen van de RvB-vergadering wordt wel benadrukt dat de correcte informatie ten aanzien van de subprime dient te worden opgenomen in het Prospectus:⁵¹

"In the ensuing discussion, it was noted that it will be made sure that the appropriate information will be included in the prospectus on the rights issue."

76. Dat de correcte informatie ten aanzien van de subprime dient te worden opgenomen in het Prospectus, wordt de volgende dag nogmaals benadrukt in een email van Mittler aan de RvB:⁵²

⁴⁶ Zie Onderzoeksrapport § 1443.

⁴⁷ Het is onduidelijk of hier is bedoeld dat Dierckx verwachtte dat het verwachte verlies op grond van de afschrijving wegens subprime verliezen van 350/400 miljoen zouden worden gecompenseerd door betere prestaties van de andere bedrijfsonderdelen, zodat per saldo de winst over 2007 niet achteruit zou gaan.

⁴⁸ Zie Onderzoeksrapport § 1446.

⁴⁹ Zie Onderzoeksrapport § 1446.

⁵⁰ Zie Onderzoeksrapport §§ 428 en 1447.

⁵¹ Zie Onderzoeksrapport § 1449.

⁵² Zie Onderzoeksrapport § 1454.

"FD and Robby Scharfe presented the liquidity and subprime file. We have to make sure that we have the right information in the prospectus."

77. Het concept-prospectus, dat een week later op 13 september 2007 wordt uitgegeven, bevat echter geen enkele informatie over de subprime problematiek van Fortis.
78. Op 18 september 2007 wordt een ExBo-vergadering gehouden waarin Dierckx te kennen geeft dat op basis van de sensitiviteitsanalyse een mogelijke impact van de subprime portefeuille op de resultatenrekening over 2007 van EUR 321 miljoen wordt verwacht.⁵³ Uit het AFM Besluit van 19 augustus 2010 volgt dat uit de berekeningen van de sensitiviteitsanalyse een aanzienlijk negatief effect van de subprime portefeuille op het resultaat van zowel het derde kwartaal, het vierde kwartaal als ook voor het gehele jaar 2007 werd verwacht.⁵⁴ De exacte bedragen zijn in het AFM Besluit onleesbaar gemaakt.
79. Het (definitieve) Prospectus van 20 september 2007 wordt, zoals reeds aangegeven, op 24 september 2007 in beperkte mate online beschikbaar gesteld en op 25 september 2007 gepubliceerd. De inschrijvingstermijn loopt van 25 september 2007 t/m 9 oktober 2007. In het Prospectus (en in de Trading Update) wordt slechts het volgende opgenomen over de subprime exposure van Fortis⁵⁵ (vetmarkering toegevoegd):

"Update on Fortis' well-managed risk exposure

*As has been well publicized recently, credit markets and subprime related mortgage markets, particularly in the US, have experienced severe dislocations and liquidity disruptions. Sub-prime mortgage loans have recently experienced increased rates of delinquency, foreclosure and loss. These and other related events have had a significant impact on the capital markets associated not only with sub-prime mortgage-backed securities, asset-backed securities and collateralized debt obligations (CDOs), but also with credit and financial markets as a whole. **Although Fortis does not have any direct mortgage financing activities in the US, it does have some exposure to the US sub-prime mortgage market through its ownership of mortgage-backed securities, asset-backed securities and CDOs. Approximately 95% of these MBS and ABS portfolios are AAA and AA rated. The impact on Fortis's full-year 2007 results is expected to be non-material thanks to its diversified portfolio, dynamic portfolio management and the credit risk protection purchased in 2006. Even if the current subprime severity would deteriorate with a further 20%, the additional non-linear net profit impact is estimated at EUR 20 million.***

(...)

Fortis is also active in CDO's within the sub-prime market, although there is no direct risk in its exposure. To date, Fortis Investments has seen outstanding performance in its CDO Business with no single tranches downgraded. Fortis Investments does not currently foresee any negative consequences for its portfolio's due to recent market turmoil."

80. In het Prospectus en in de Trading Update wordt derhalve geconcludeerd dat Fortis alleen dan een (beperkt) verlies op de subprime portfolio van EUR 20 miljoen

⁵³ Zie Onderzoeksrapport § 1508.

⁵⁴ Zie AFM Besluit van 19 augustus 2010, p. 27.

⁵⁵ Zie Prospectus § 5.1.4, p. 258 e.v.

verwacht, uitgaande van een verdere waardedaling van de subprime markt van 20%. Waar deze berekening op gebaseerd is, is onduidelijk.

81. Wat echter zowel in het Prospectus als in de Trading Update ontbreekt is de informatie ten aanzien van de precieze subprime exposure van Fortis en de verwachte verliezen in het bijzonder, welke informatie even daarvoor werd gepresenteerd in de ExCo- en RvB-vergaderingen van 4 september 2007, alsook daarvoor in beperkte mate in de RvB-vergaderingen van 8 en 27 augustus 2007. Ook de informatie die op 18 september 2007 uit de interne berekeningen van het *base case* scenario en de sensitiviteitsanalyse bekend werd, is niet in het Prospectus of in de Trading Update terug te vinden.
82. Op grond van de kennis bij (de RvB en het ExCo van) Fortis kan geconcludeerd worden dat de volgende relevante informatie in het Prospectus en in de Trading Update ontbrak:
- (i) het feit dat de US subprime-markt sinds eind juli 2007 geheel is opgedroogd;
 - (ii) dat in verband met het wegvallen van de liquiditeitsmarkt, de waarderingsmethode van Mark-to-Market moest worden omgezet naar Mark-to-Model;
 - (iii) dat het totale subprime exposure afgerond EUR 8,7 miljard was, met daarbij verschillende risico-aanduidingen voor de verschillende categorieën producten;
 - (iv) een verwacht substantieel verlies op de subprime portefeuille van EUR 350-400 miljoen, zoals besproken in het ExCo van 4 september 2007; en
 - (v) een verwacht substantieel negatief effect van de subprime portefeuille op het resultaat van Q3;⁵⁶ en
 - (vi) een mogelijke impact van de subprime portefeuille op de resultatenrekening over 2007 van EUR 321 miljoen.
83. Ook vermelden het Prospectus en de Trading Update vrijwel niets over de liquiditeitskrachte van Fortis. In het Prospectus wordt op p. 17 slechts het volgende over liquiditeit vermeld: "*credit markets and subprime residential mortgage markets, particularly in the US but also worldwide have experienced severe dislocations and liquidity disruptions*", terwijl Dierckx daarvoor op 4 september 2007 tijdens de RvB-vergadering heeft gepresenteerd dat de liquiditeit in de US subprime markt sinds eind juli 2007 *geheel* is opgedroogd.
84. In de periode gelegen tussen het verschijnen van het Prospectus op 25 september 2007 en de sluitingsdatum van de aandeleninschrijvingsperiode op 9 oktober 2007, heeft het *Fortis Group Committee on Impairments and Provisions* (FGCIP) op 27 september 2007 verdere berekeningen gemaakt met betrekking tot het mogelijke verlies uit hoofde van de subprime exposure.⁵⁷ Zo blijkt uit de notulen van de FGCIP-vergadering van die dag dat het totale verlies op de subprime op dat moment EUR 166,8 miljoen bedraagt.⁵⁸
85. In zowel het daaropvolgende ExCo van 2 oktober 2007 als in het ExBo van 9 oktober 2007 wordt echter ten aanzien van het subprime exposure de geruststellende formulering herhaald zoals opgenomen in het Prospectus en in het Trading Update, namelijk dat het mogelijke verlies geschat wordt op het beperkte bedrag van EUR 20 miljoen, uitgaande van een nog verslechterende markt.

⁵⁶ Het bedrag is in het AFM Besluit van 19 augustus 2010 (p.27) onleesbaar gemaakt.

⁵⁷ Zie Onderzoeksrapport § 455.

⁵⁸ Zie Onderzoeksrapport § 456.

86. In de AC-vergadering van 6 november 2007 en in de daaropvolgende RvB-vergadering van 7 november 2007 geeft Dierckx een presentatie waaruit blijkt dat sinds eind september 2007 de marktomstandigheden op de subprime markt nog verder zijn verslechterd en dat dit in het derde kwartaal tot een verlies van EUR 444 miljoen heeft geleid.⁵⁹ Voor het vierde kwartaal van 2007 wordt een verder verlies verwacht van EUR 300-350 miljoen op de subprime producten. Daarmee komt het voor de tweede helft van 2007 verwachte verlies op de subprime-portefeuille uit op in totaal EUR 744-794 miljoen.⁶⁰
87. Dierckx geeft in beide vergaderingen tevens specifiek aan dat de Mark-to-Model waardering heeft geleid tot een verlies van EUR 324 miljoen op de '*below super senior portfolio*' en dat de '*super senior mezzanine portfolio*' vanaf begin oktober 2007 te maken kreeg met "*serious downgrades (ca. 60%)*" en dat deze portfolio "*entered the sub-investment grade area.*"⁶¹
88. Uit het Fortis Jaaroverzicht 2007 (**productie 10**), dat Fortis op 31 maart 2008 publiceert, blijkt dat Fortis in dat jaar op grond van de verslechterende marktomstandigheden in totaal EUR 2,7 miljard heeft moeten afschrijven op de subprime portefeuilles.⁶²
89. Uit de notulen van de AC-vergadering van 6 november 2007 en de RvB-vergadering van 7 november 2007 blijkt volgens de Onderzoekers niet dat deze kennis omtrent de verslechterde subprime positie in de periode tussen de uitgifte van het Prospectus en de gestanddoening van het openbaar bod op enig moment is medegedeeld met de markt.⁶³ In § 6.1 onder (i) zal nader op de juridische aspecten en consequenties daarvan worden ingegaan.
90. De Stichting merkt hierbij op dat Merrill Lynch als begeleidende bank bij de aandelenemissie van september 2007 in hoedanigheid van "*Joint Global Coordinator*" en "*Sole Bookrunner*" op de hoogte was dan wel had behoren te zijn van de verslechterende subprime situatie in de financiële markten in het algemeen en de financiële blootstelling in dat opzicht bij Fortis in het bijzonder. De Stichting komt hier nog op terug bij de behandeling van de aansprakelijkheid van Merrill Lynch in paragraaf 6.4.

De MAC-clausule

91. Alvorens het bod van het Consortium onvoorwaardelijk zou worden moest er aan een aantal (preconditionele) voorwaarden zijn voldaan of moest hiervan door partijen afstand van worden gedaan voor het verstrijken van de biedingsperiode. Eén van deze voorwaarden was de '*Material Adverse Change*' (de "**MAC**") clausule. Deze clausule hield in dat indien zich een '*material adverse change*' - ofwel een substantiële negatieve verandering - voor zou doen bij ABN Amro, RFS Holdings B.V., Fortis, RBS of Santander de betreffende Consortium partij zich van de voorgenomen transactie kon

⁵⁹ Zie Onderzoeksrapport § 464.

⁶⁰ Zie Onderzoeksrapport § 465.

⁶¹ Zie Onderzoeksrapport §§ 465, 466.

⁶² Zie Fortis Jaaroverzicht 2007, p. 9, 16, 20.

⁶³ Zie Onderzoeksrapport § 469.

bevrijden.⁶⁴ De MAC clause geldt ook voor het 'underwriting commitment' van Merrill Lynch.⁶⁵

92. De MAC-clausule wordt in het Biedingsbericht als volgt gedefinieerd:⁶⁶

"any event, events or circumstance that results or could reasonably be expected to result in a material adverse effect on the business, cash flow, financial or trading position, assets, profits, operational performance, capitalisation, prospects or activities of ABN AMRO, RFS Holdings, Fortis, RBS or Santander (each, taken as a whole) as the case may be (...)."

93. Gezien de verslechterende marktomstandigheden en de onrust op de financiële markt wordt eind augustus, begin september 2007, de roep binnen de RvB en het ExCo om het eventueel inroepen van de MAC-clausule of om over te gaan tot verlaging van het bod, steeds luider.

94. In de notulen van het ExCo van 28 augustus 2007 valt te lezen:⁶⁷

"Finally, G. Mittler presents the options regarding the pricing and the application of the MAC clause, outlining the practical difficulties of using the MAC clause at this stage."

95. Tijdens de RvB-vergadering van 4 September 2007 komt de MAC-clausule ter sprake. In de notulen staat genoteerd:⁶⁸

"The Consortium does not intend to lower the price of the offer, also because invoking the MAC clause would lead to a legal exposure."

96. Tijdens de RvB-vergadering van 5 september 2007 komt de MAC-clausule veelvuldig aan de orde en merken de Onderzoekers op dat de RvB zich realiseert dat dit een 'delicaat issue' is.⁶⁹

97. In §1469 van het Onderzoeksrapport wordt verwezen naar een interne Fortis-notitie van 6 september 2007. In deze notitie wordt onder meer de interne besluitvorming van het bestuur binnen RFS Holdings B.V. besproken in het geval van het inroepen van de MAC clausule:

"(...) As provided for in the CSA [Consortium and Shareholders Agreement] and as evidenced by the offer documentation, the Consortium's offer for ABN AMRO is being made by RFS Holdings and is subject to certain conditions. The decision as to whether or not the offer conditions have been satisfied would therefore be a matter for the Board of RFS Holdings. The Board of RFS Holdings currently comprises six directors, with each Consortium member having two nominees on the Board. During the offer period, as a result of clause 7.3 of the CSA, board decisions have to have the support of each consortium member."

⁶⁴ Zie Onderzoeksrapport § 1367. Hierbij dient opgemerkt te worden dat uit § 1367 van het Onderzoeksrapport blijkt dat een 'material adverse change' voortvloeiende uit de verkoop van La Salle niet onder deze clausule viel.

⁶⁵ Zie Onderzoeksrapport § 172.

⁶⁶ Zie p. 17 en 62 van het Biedingsbericht.

⁶⁷ Zie Onderzoeksrapport §1440.

⁶⁸ Zie Onderzoeksrapport §1462.

⁶⁹ Zie Onderzoeksrapport §1465.

Clause 7.3 of the CSA provides that:

"The parties agree that, subject always to the need to comply with all applicable legal and regulatory requirements and with the fiduciary obligations of each Director and of the Board of the Company [i.e. RFS Holdings], prior to the Offer Satisfaction Date [i.e. the date after the Offer goes unconditional and on which the consideration due to holders of ABN AMRO shares under the Offer is deposited with the exchange agent], all decisions of the Board (including all decisions relating to the conduct of the Offer and any decisions relating to the waiver of any conditions to which the Offer is subject or declaring such conditions to be satisfied) shall be taken:

7.3.1 subject to Clause 7.3.2, so as to be consistent with the provisions of this Agreement; and

7.3.2 by Super Board Majority [i.e. by a majority including at least one RBS director, one Santander director and one Fortis director]."

(...)

"In light of the offer conditions and the unanimity required by Clause 7.3 of the CSA, if the Fortis nominee directors on the Board of RFS Holdings do not vote in favour of the offer being declared unconditional by virtue of a Material Adverse Change having occurred in respect of Fortis, the resolution to declare the offer unconditional would not be carried by the required majority and would not therefore be effective. In effect, therefore, the representatives of every Consortium member have a veto over whether or not RFS Holdings' offer will be declared unconditional. If the board of RFS Holdings does decide to declare the offer unconditional with the requisite board majority, this would in effect be confirmation by the representatives of all Consortium members that all offer conditions (including the no Material Adverse Change condition) have been satisfied or, as the case may be, waived.

If the Material Adverse Change condition is triggered, this should not lead to litigation being initiated by any Consortium member(s) against Fortis (although third party litigation in such circumstances cannot be ruled out).

The current closing date of the Consortium's offer is 5th October 2007 (subject to extension). RFS Holdings could decide to invoke the Material Adverse Change condition and lapse the Offer before that date if the Material Adverse Change is such that it will continue to subsist at the end of the offer period. Any decision to do so would have to be supported by all three Consortium members. However, if one Consortium member reached the immutable conclusion that a Material Adverse Change had occurred and would continue until at least 5th October, RFS Holdings would then be aware that it would be unable to declare its offer unconditional. In those circumstances, in order to avoid misleading the market, RFS Holdings (and, indeed, the individual Consortium members) would have a regulatory obligation to announce publicly that the Offer would lapse on 5th October."

98. Op 11 september 2007 meldt NRC Handelsblad⁷⁰ dat een aantal beleggers in RBS protesteren tegen het doorzetten van het bod op ABN Amro omdat dat inmiddels te hoog zou zijn. Er wordt in de markt dan ook gespeculeerd over een verlaging van het bod. Volgens NRC Handelsblad wordt deze onrust gevoed door de op dat moment geldende koers van ABN AMRO. Het consortium was voornemens om een bod te doen van ruim EUR 38 per aandeel. De koers van ABN AMRO was in de ochtend van 11

⁷⁰ NRC Handelsblad van 11 september 2007, 'De nooduitgang voor het bankenconsortium', p. 17.

september 2007 EUR 33,64, waarin het opwaartse effect van het aangekondigde bod op de koers van het aandeel ABN AMRO gedeeltelijk verdisconteert verondersteld mag worden.

99. In datzelfde artikel in NRC Handelsblad wordt opgemerkt dat de AFM een aanpassing van het biedingsbericht uitsluit. Een woordvoerder van de AFM wordt hierover als volgt geciteerd:

"In algemene zin geldt dat een openbaar bod onherroepelijk is. De enige manier waarop een bod niet gestand kan worden gedaan, is als bijvoorbeeld geen verklaring van geen bezwaar wordt afgegeven. De verklaring wordt deze week verwacht. In de biedingsregels, waaraan de AFM toetst, staat dat het openbreken van een bod niet afhankelijk mag zijn van de bieder zelf."

100. In het Loyens & Loeff rapport van 1 september 2008⁷¹ (**productie 11**) wordt opgemerkt dat in het kader van transparante informatievoorziening de AFM wilde benadrukken dat indien één van de bidders al een MAC-clausule zou hebben willen invoeren op basis van de kredietcrisis, de betrokken bieder daar niet mee zou kunnen wachten tot de laatste dag van de aanmeldingstermijn, maar zich onverwijld na het opkomen van de betrokken omstandigheid op de MAC-clausule zou hebben moeten beroepen, omdat zulks als koersgevoelige informatie was te beschouwen, die onverwijld moest worden gepubliceerd.

101. Tijdens het ExBo van 11 september 2007 wordt de MAC-clausule besproken. De notulen luiden:⁷²

"MAC Clause

Mr. K. De Boeck points out that further to having secured legal advice, Fortis can still withdraw from the transaction by invoking the Material Adverse Change clause. Fortis is hence not "tied" in into this transaction from a purely legal perspective."

102. Hierop volgend schrijft Merrill Lynch op 17 september 2007 een memo aan Nicolas Martin en Mittler over het al dan niet invoeren van de MAC-clausule. Volgens de Onderzoekers geeft het memo aan dat het invoeren van de MAC-clausule mogelijk zou moeten zijn op basis van verder verslechterende omstandigheden die mogelijk zullen blijken uit de cijfers die Amerikaanse banken op korte termijn zullen publiceren.⁷³

103. In de RCC-vergadering van 20 september 2007 vindt een discussie plaats over de vraag of – mede naar aanleiding van de EC Remedies discussie met de EC (waarbij de eis van de EC aanvankelijk was dat Fortis al haar commerciële bankactiviteiten in Nederland zou verkopen, iets wat voor Fortis onacceptabel was) – de MAC-clausule zou moeten worden ingeroepen. De RCC komt tot de conclusie dat zij het voortzetten van de transactie prevaleert boven het invoeren van de MAC-clausule.⁷⁴

⁷¹ Loyens & Loeff, *Rapport betreffende de evaluatie van de rol van de Minister van Financiën, de Nederlandsche Bank N.V. en de stichting Autoriteit Financiële Markten bij de openbare biedingen op ABN Amro Holding N.V.*, 1 september 2008, p. 62.

⁷² Zie Onderzoeksrapport § 1475.

⁷³ Zie Onderzoeksrapport § 1504.

⁷⁴ Zie Onderzoeksrapport § 1514.

"In light of the consensus of the consortium partners to go ahead with the set price, the inherent value of the underlying ABN Amro assets (untouched by the daily volatility of stock markets,) and the financial merits of the transaction (thanks to the accretive nature of the funding and the acceptable ROI confirmed through Independent advice), versus the huge litigation and reputation risk that Fortis would be exposed to in case of invoking the MAC clause at this stage, the Risk and Capital Committee concluded in favour of going ahead as planned and not to recommend invoking the MAC clause."

104. Ook in de RvB-vergadering van 20 september 2007 wordt, met name op initiatief van Van Waeyenberge, de mogelijkheid van het invoeren van de MAC-clausule besproken.⁷⁵ Volgens de Onderzoekers maakt Van Waeyenberge zich zorgen over de omvang en de prijs van de transactie, en de gevolgen daarvan voor Fortis. Enige tijd daarvoor had Van Waeyenberge reeds geopperd om de vermogensbeheersactiviteiten van ABN AMRO niet over te nemen, maar op dat moment was de verdeling van de verschillende ABN AMRO onderdelen tussen de drie Consortiumpartners al gemaakt. Aan de Onderzoekers heeft Van Waeyenberge gemeld kort met de gedachte te hebben gespeeld om als RvB-lid op te stappen.⁷⁶ Hij doet dit echter niet met het oog op de aanstaande aandelenemissie. Over het al of niet invoeren van de MAC-clausule is verder extern schriftelijk advies ingewonnen van zowel De Brauw als Merrill Lynch.
105. In het Onderzoeksrapport wordt in §1519 vermeld dat verschillende door Onderzoekers geïnterviewden (waaronder Dierckx en Westdijk) hebben verklaard dat zij deze discussie over het al dan niet invoeren van de MAC-clausule zagen als een mogelijkheid om de prijs van de transactie te verlagen en niet zozeer om zich uit de gehele transactie terug te trekken. Van Waeyenberge heeft aan de Onderzoekers verklaard dat Votron in deze discussie gezegd zou hebben:
- "Piet, if you ask the MAC clause, it's without me."*
106. Volgens de Onderzoekers komt de RvB - mede op basis van juridisch advies van de interne juriste van Fortis, mr. Quaetaert, en een extern juridisch adviseur van De Brauw - tot de conclusie dat het op basis van de omstandigheden op de financiële markten niet verstandig zou zijn om de MAC-clausule op dat moment in te roepen.⁷⁷
107. Uit het voorgaande blijkt dat er binnen (de RvB van) Fortis een uitgebreide discussie heeft plaatsgevonden over de vraag of de MAC-clausule al dan niet moest worden ingeroepen en wat daar de gevolgen van zouden zijn voor Fortis en het Consortium. Fortis heeft hierover zowel intern als extern juridisch advies ingewonnen. Het feit dat er uitgebreid werd stilgestaan bij en onderzoek gedaan werd naar de MAC-clausule, geeft aan dat er binnen Fortis (vlak) vóór de aandelenemissie van september 2007 ernstige zorgen waren over de financiële slagkracht van Fortis om de overname van ABN AMRO te kunnen financieren. Deze intern bij Fortis bekende zorgen zijn niet richting het belegend publiek gecommuniceerd.
108. Het is evident dat een – geldig – beroep op de MAC clausule de verdere gang van zaken bij Fortis doorslaggevend had beïnvloed. Fortis had zich in de daaropvolgende periode niet financieel vertild aan de overname van ABN Amro, maar had zich in alle rust kunnen concentreren op de continuïteit van haar bestaande activiteiten.

⁷⁵ Zie Onderzoeksrapport § 1518.

⁷⁶ Zie Onderzoeksrapport § 211.

⁷⁷ Zie Onderzoeksrapport §1521.

109. Een van de oogmerken van deze procedure is de precieze gang van zaken ten aanzien van het (ontbreken van een) beroep op de MAC clausule – en dat beroep stond destijds aan Fortis open – te reconstrueren.

5.3 De ontwikkelingen in de eerste helft van 2008 tot aan de bekendmaking van de versnelde uitvoering van het solvabiliteitsplan op 26 juni 2008

110. Op 16 januari 2008 vindt de eerste ExCo-vergadering van 2008 plaats. Tijdens deze vergadering wordt gesproken van een vermogenstekort bij Fortis van EUR 2 à 3 miljard op korte termijn. De CEO, Votron, geeft aan dat er prioriteit moet worden gegeven aan het versterken van de solvabiliteit om het marktvertrouwen in Fortis te herstellen en om het dividendbeleid uit te kunnen voeren.⁷⁸
111. Op 24 januari 2008 vindt er een RCC-vergadering plaats waarin als mogelijke maatregelen om het vermogenstekort te beperken worden genoemd:⁷⁹ (i) geen uitbetaling van interim dividend in augustus 2008; (ii) geen finaal dividend over 2008; (iii) een aandelenemissie. De notulen van deze vergadering zeggen hierover:⁸⁰

“this topic was dealt with in the framework of the discussion on the evolution of the subprime exposure and its anticipated impact on Fortis’ solvency.”

112. Naar aanleiding van geruchten in de markt over Fortis en een sterk dalende beurskoers (het aandeel Fortis daalt deze dag 12,25% in waarde),⁸¹ dringt Servais van de CBFA op 25 januari 2008 bij zowel Lippens als Votron erop aan dat Fortis een persbericht uitbrengt met betrekking tot de subprime problematiek “om de markt te informeren over de juiste toestand”.⁸² Diezelfde middag stuurt de interne juriste van Fortis, mr. Quaetaert, in reactie hierop een email aan Dierckx (die deze email doorstuurt aan Votron, Verwilt en Mittler) waarin zij constateert dat Fortis over koersgevoelige informatie beschikt met betrekking tot de waardering van de subprime-portefeuille en dat deze informatie *niet* zal worden gepubliceerd ‘in het belang van de vennootschap’.⁸³

“The CBFA does not seem to have indicated on which law or principle it bases its demands.

...

Price sensitive information: I think that we can consider the information concerning the subprime as price sensitive information. We can tell the CBFA officially that the information they wish us to publish is price sensitive (no doubt it is), and that we have decided not to publish it “in the interests of the company”.

113. Op 27 januari 2008 geeft Fortis, naar aanleiding van voornoemde geruchten in de markt over de subprime problematiek van Fortis, een persbericht uit waarin Fortis onder meer haar sterke solvabiliteitspositie benadrukt en aankondigt haar dividendbeleid ongewijzigd te laten.⁸⁴

⁷⁸ Zie AFM Besluit van 5 februari 2010, p. 3.

⁷⁹ Zie Onderzoeksrapport § 1620.

⁸⁰ Zie Onderzoeksrapport § 1621.

⁸¹ Zie Onderzoeksrapport § 1635.

⁸² Zie Onderzoeksrapport § 1630.

⁸³ Zie Onderzoeksrapport § 1634.

⁸⁴ Zie Onderzoeksrapport § 1637.

- *"Fortis Bank end-of-year solvency well above 8%.*
- *Fortis intends to keep its dividend policy unchanged.*
- *Capital and solvency requirements will be met, even in very stringent scenarios on the impact of the subprime CDO portfolio.*
- *Fortis does not need to and is not considering to issue common stock or dilutive equity linked capital instruments."*

114. Fortis ondertekent op 30 januari 2008 een standby underwriting agreement met Merrill Lynch (en Morgan Stanley) voor de uitgifte van Tier-1-kapitaal voor een bedrag van EUR 3 miljard.⁸⁵
115. Op 7 maart 2008 kondigt Fortis in een persbericht de jaarresultaten aan voor 2007. Daarbij wordt vermeld dat de winst 'solide' blijft en de solvabiliteit 'sterk' blijft. Tevens wordt vermeld dat enkel niet-verwaterende kapitaalsverhogingen zullen plaatsvinden om aan de vermogensdoelstellingen voor 2008 te kunnen (blijven) voldoen.⁸⁶
116. Op 31 maart 2008 publiceert Fortis het Jaaroverzicht over 2007. Daarin wordt ten aanzien van het dividendbeleid opgemerkt dat Fortis over het jaar 2007 een stabiel of groeiend dividend zal uitkeren waarbij rekening wordt gehouden met de solvabiliteit, winstgevendheid en groei-doelstellingen van Fortis.⁸⁷ Tevens blijkt uit het Fortis Jaaroverzicht over 2007 dat Fortis in dat jaar in totaal EUR 2,7 miljard heeft moeten afschrijven op de subprime portefeuille.⁸⁸
117. Op 2 april 2008 maakt Fortis in een persbericht bekend dat zij in het kader van de EC Remedies een overeenkomst heeft gesloten met de Chinese verzekeraar Ping An voor de verkoop van 50% van de vermogensbeheersactiviteiten van Fortis voor EUR 2,15 miljard.⁸⁹ Fortis laat na te vermelden dat in deze overeenkomst een zogeheten 'drop dead' datum is opgenomen: indien op 31 oktober 2008 niet aan alle voorwaarden om tot uitvoering van de overeenkomst over te gaan is voldaan, de overeenkomst zal worden ontbonden. Aan het invoeren van de 'drop dead' datum is in de overeenkomst geen boeteclausule verbonden.
118. Op 10 april 2008 vindt er een ExCo-vergadering plaats. Uit de notulen van die vergadering blijkt dat er ten aanzien van de solvabiliteit nog steeds EUR 2 à 3 miljard nodig is om de effecten van de verslechterde markt en de lagere opbrengst van de desinvesteringen te kunnen compenseren.⁹⁰
119. Op 22 april 2008 brengt Deutsche Bank – als enige geïnteresseerde marktpartij - een definitief bod uit op bepaalde onderdelen van ABN AMRO, waaronder HBU, in het kader van de EC Remedies.
120. Op 26 april 2008 geeft Votron een interview in het tijdschrift "Effect" van de VEB waarin hij zich ondermeer uitlaat over het dividendbeleid en de balans van Fortis. Op de vraag of het verlaagde dividend weer terug kan naar EUR 1,40 per aandeel, antwoordt Votron:⁹¹

⁸⁵ Zie Onderzoeksrapport §§ 242 en 1640.

⁸⁶ Zie AFM Besluit van 5 februari 2010, p.3.

⁸⁷ Zie Onderzoeksrapport § 1661.

⁸⁸ Zie Fortis Jaaroverzicht 2007, p. 9, 16, 20.

⁸⁹ Zie Onderzoeksrapport § 1663.

⁹⁰ Zie Onderzoeksrapport § 1669.

⁹¹ Zie Onderzoeksrapport § 1667.

"Ons dividend beleid is ongewijzigd. Het dividend (per aandeel) lijkt alleen verlaagd door de aandelenemissie, maar is stabiel. (...) Maar wij geven geen prognose over het dividend. Wel loopt het dividend traditioneel bij Fortis parallel met de winst per aandeel. En ook in slechte jaren hebben wij steeds dividend betaald." Op de vraag of de balans geen versterking behoeft, antwoordt Votron: "Nee, de balans is in orde, absoluut. ..."

121. Op 29 april 2008 vindt een AvA plaats zowel in Brussel als in Utrecht. Mittler bevestigt in deze aandeelhoudersvergaderingen dat *"de verdere financieringsplannen voor ABN AMRO enkel niet-verwaterende kapitaalsplaatsingen betreffen, dus geen uitgifte van nieuwe aandelen op een indirecte of directe manier."*⁹² Tevens wordt tijdens deze vergaderingen de intentie geuit om in september 2008 een interim-dividend uit te keren van 50% van het dividend over 2007. Dit komt neer op EUR 0,59 per aandeel Fortis.⁹³
122. Op 30 april 2008 wordt naar aanleiding van de AvA in *De Tijd* onder meer verwezen naar de uitspraak van Lippens over het dividendbeleid van Fortis:⁹⁴

"Het laatste wat Fortis zal doen, is raken aan het dividend beleid."

123. Op 5 mei 2008 vindt er een vergadering van het Executive RCC (het "**ERCC**") plaats.⁹⁵ In deze vergadering wordt besloten dat er een solvabiliteits-contingency plan moet worden gemaakt en dat dit plan op korte termijn aan het ERCC moet worden gepresenteerd.⁹⁶ De reden hiervoor is dat op basis van de zogeheten 'look through' methode Fortis per eind 2008 in geval van een 'base case' scenario een solvabiliteitstekort van EUR 0,4 miljard verwacht en op basis van een 'stress case' scenario⁹⁷ een tekort van EUR 4,8 miljard.⁹⁸
124. De 'look-through' methode, ter berekening van de solvabiliteit, is de basis voor het bepalen van de (toekomstige) solvabiliteit van Fortis. Bij deze benadering wordt de solvabiliteit berekend alsof alle van ABN AMRO overgenomen onderdelen zijn overgegaan naar Fortis en geconsolideerd.⁹⁹ Wordt op enig moment van een vermogenstekort gesproken dan betreft dat onder de 'look through' methode geen tekort op dat moment maar pas op het moment van daadwerkelijke integratie met ABN AMRO. Op deze wijze verschaft de 'look through' methode Fortis derhalve op tijd informatie om maatregelen te kunnen treffen om een potentieel vermogenstekort op het moment van integratie met ABN AMRO te vermijden.¹⁰⁰

⁹² Zie Onderzoeksrapport § 1677.

⁹³ Zie Onderzoeksrapport § 1679.

⁹⁴ Zie Onderzoeksrapport § 1683.

⁹⁵ Het ERCC is op 7 april 2008 opgericht met als doel het managen van de groep in deze turbulente tijden. Belangrijke beslissingen aangaande de strategie, het risico en het kapitaal zullen in het ERCC besproken en besloten worden. Het ERCC bestaat uit de volgende leden: Votron, Verwilt, Mittler, Dierckx, Van Harten, Bos, Machenil en Roosen.

⁹⁶ Zie Onderzoeksrapport § 1685.

⁹⁷ Volgens het Onderzoeksrapport (zie § 287) had de gedachtegang achter het 'stress case' scenario vooral betrekking op tegenvallers zoals een verdere daling van aandelenkoersen, snellere groei van het bankbedrijf, lagere opbrengsten uit desinvesteringen of kapitaalemissies veroorzaakt door marktomstandigheden. Een 'worst case' scenario voor een lagere waardering van 'structured credits', waaronder de CDO's, ontbreekt echter, aldus de Onderzoekers in § 287 van het Onderzoeksrapport.

⁹⁸ Zie Onderzoeksrapport § 1685.

⁹⁹ Zie AFM Besluit van 5 februari 2010, voetnoot 4.

¹⁰⁰ Zie Onderzoeksrapport § 236.

125. Op 7 mei 2008 verneemt Mittler per email van Poswick dat de definitieve bieding die Deutsche Bank op 22 april 2008 heeft uitgebracht op bepaalde onderdelen van ABN AMRO in het kader van de EC Remedies, een negatieve invloed op de solvabiliteit zal hebben van EUR 1,1 miljard in plaats van de EUR 0,3 miljard die in eerste instantie werd verwacht:¹⁰¹

"The solvency impact would be a negative 1.1 bn instead of a negative 0.3 bn anticipated."

126. Een dag later, op 8 mei 2008, vindt er een RCC-vergadering plaats. Uit de notulen van de RCC blijkt dat een vermogenstekort van EUR 0,8 miljard wordt verwacht.¹⁰² Tevens blijkt uit de notulen dat de RCC niet is geïnformeerd over de ontwikkelingen van de vorige dag betreffende Deutsche Bank en de impact hiervan op de solvabiliteit van Fortis (EUR 1,1 miljard).¹⁰³ Ook uit de notulen van de RvB-vergadering die de dag erna plaatsvindt, blijkt niet dat het voorgaande is medegedeeld aan de RvB.¹⁰⁴

127. Op 9 mei 2008 stuurt de interne jurist mr. Goris van Fortis een email aan Machenil waarin hij er onder meer voor waarschuwt dat de voortgang in het kader van de EC Remedies moet worden gecommuniceerd met het belegend publiek ter voorkoming van eventuele latere (civielrechtelijke en strafrechtelijke) aansprakelijkheid voor het opzettelijk weergeven van misleidende feiten.¹⁰⁵ Aan deze waarschuwing wordt echter geen gehoor gegeven.

128. Op 13 mei 2008 publiceert Fortis haar eerste kwartaalcijfers over 2008. Votron bevestigt in zijn commentaar op de kwartaalcijfers dat het financieringsbeleid van Fortis ongewijzigd zal blijven:¹⁰⁶

"Wij blijven niettemin op koers om onze vermogensdoelstelling voor 2009 te behalen door inhouding van toekomstige winst, selectieve desinvesteringen en de uitgifte van niet-verwaterende instrumenten, zoals eerder werd aangegeven."

129. Met betrekking tot de solvabiliteit van Fortis na consolidatie van de activiteiten van ABN AMRO bevestigt Fortis in de toelichting op de kwartaalcijfers wederom dat er slechts niet-verwaterende kapitaalsinstrumenten zullen worden uitgegeven om aan de vermogensdoelstellingen te kunnen voldoen:¹⁰⁷

"De meerderheid van de gebeurtenissen die een effect zullen hebben op de gerapporteerde solvabiliteit zal tussen eind 2008 en eind 2009 plaatsvinden. In deze periode garanderen de volgende vier instrumenten een blijvende compliance met onze vermogensdoelstellingen:

- *ingehouden winst*
- *beheerste groei van de kapitaalvereisten*
- *verkoop van niet-strategische activa en het opzetten van joint-ventures*
- *niet-verwaterende financiering en kapitaalverminderende transacties."*

¹⁰¹ Zie Onderzoeksrapport § 1692.

¹⁰² Zie Onderzoeksrapport § 1697.

¹⁰³ Zie Onderzoeksrapport § 1701.

¹⁰⁴ Zie Onderzoeksrapport § 1711.

¹⁰⁵ Zie Onderzoeksrapport § 1715.

¹⁰⁶ Zie Onderzoeksrapport § 1717.

¹⁰⁷ Zie Onderzoeksrapport § 1719.

130. Op 18 mei 2008 bericht Machenil aan het ERCC dat het bod van Deutsche Bank een "take it or leave it offer" is.¹⁰⁸ Het aanbod van Deutsche Bank valt sterk tegen. Op 19 mei 2008 wordt in de ERCC-vergadering niettemin besloten de transactie met Deutsche Bank door te zetten. In het kader hiervan moeten drie stappen nader worden onderzocht: het aantrekken van kapitaal (emissie van aandelen), desinvesteringen en aanpassing van het dividendbeleid.¹⁰⁹ In diezelfde vergadering wordt vastgesteld dat het solvabiliteitstekort op basis van de 'look through' methode is opgelopen naar respectievelijk EUR 1,1 miljard ('base case') en EUR 6,8 miljard ('stress case').¹¹⁰
131. Een dag later, op 20 mei 2008, geeft het ExCo haar definitieve goedkeuring om in zee te gaan met Deutsche Bank in het kader van de EC Remedies. Vanaf 21 mei 2008 wordt er in het kader van de EC Remedies exclusief met Deutsche Bank onderhandeld. De AFM is van mening dat vanaf deze dag sprake is van koersgevoelige informatie met betrekking tot de EC Remedies, aangezien Fortis vanaf deze dag exclusief met Deutsche Bank onderhandelt.¹¹¹ Dit standpunt van de AFM zal hierna in § 6.1 onder (ii) nog nader worden toegelicht.
132. Op 22 mei 2008 vindt de "Investor day" plaats in Brussel. Op deze dag vinden er verschillende presentaties plaats. Votron geeft ten aanzien van de EC Remedies te kennen dat er sprake is van "solid progress" en dat het proces "on track" is.¹¹² Mittler concludeert dat er sprake is van een "sound solvency position despite credit and equity markets turmoil" en dat "we remain firmly on track to meet our solvency targets by 2009."¹¹³
133. Op 23 mei 2008 publiceert Fortis een persbericht dat zij 'met succes' voor EUR 625 miljoen een obligatielening heeft uitgegeven, terwijl goedkeuring was verleend voor een bedrag van EUR 1 miljard. Mittler laat zich in dit persbericht als volgt daarover uit:¹¹⁴
- "Fortis is tevreden met dit resultaat. Wij hebben onze vooropgestelde doelstelling gerealiseerd en de vermogenspositie van Fortis verder versterkt."*
134. Op 27 mei 2008 stellen Mittler en Machenil een memo op voor het ECRR over de solvabiliteitspositie van Fortis. In tegenstelling tot hetgeen Mittler op de Investor day heeft verkondigd, wordt in het memo aanbevolen om via een *accelerated bookbuilding offer* een aandelenemissie te doen ter versterking van de solvabiliteit als ook over te gaan tot het treffen van dividendmaatregelen.¹¹⁵
135. Eind mei 2008 vraagt Mittler aan Merrill Lynch onderzoek te verrichten naar de kapitaalspositie van Fortis en de mogelijkheden om deze te verbeteren. Op 3 juni 2008 stuurt Merrill Lynch een rapport aan Mittler waarin Merrill Lynch als mogelijke opties ter verbetering van de kapitaalspositie van Fortis een aandelenemissie en het niet-uitkeren van dividend voorstelt.¹¹⁶

¹⁰⁸ Zie Onderzoeksrapport § 1722.

¹⁰⁹ Zie Onderzoeksrapport § 1725.

¹¹⁰ Zie Onderzoeksrapport § 1724.

¹¹¹ Zie Onderzoeksrapport § 526 waarin verwezen wordt naar 'definitieve onderzoeksrapportage' van de AFM van 4 november 2009.

¹¹² Zie Onderzoeksrapport § 1740.

¹¹³ Zie Onderzoeksrapport §§ 1741 en 1742.

¹¹⁴ Zie Onderzoeksrapport § 1747.

¹¹⁵ Zie Onderzoeksrapport § 1750.

¹¹⁶ Zie Onderzoeksrapport § 610.

136. Op 5 juni 2008 geeft Votron een presentatie op het hoofdkantoor van ABN AMRO voor "Het Financieel Ontbijt" van FD.TV.¹¹⁷ Votron geeft tijdens de presentatie o.a. aan dat:¹¹⁸
- *"de business gewoon goed loopt...*
 - *de solvabiliteit op plan ligt...*
 - *de solvabiliteit van Fortis sterk is..."*
137. In de pers wordt Votron die dag als volgt aangehaald:¹¹⁹
- "Our numbers were strong in the first quarter, and on solvency we're on track," Fortis Chief Executive Jean-Paul Votron said at a business conference at ABN's Amsterdam headquarters. (...) Votron reiterated that Fortis was going forward with its plan to divest assets, raise non-dilutive capital and take other steps to strengthen solvency."* (Reuters)
- "De topman zei dat de zaken goed blijven draaien.' In de Benelux is weinig volatiliteit', aldus Votron. De bestuurder zei dat de solvabiliteit van Fortis, die aangeeft in hoeverre een onderneming zijn financiële verplichtingen kan nakomen, 'op plan is'."* (ANP)
138. Diezelfde middag vindt er een ERCC-vergadering plaats. Daarin wordt op basis van de 'look-through' methode per eind 2008 in het 'base case' scenario en in het 'stress case' scenario een tekort aangegeven van respectievelijk EUR 2,5 miljard en EUR 8,7 miljard.¹²⁰ Ook worden op basis van de 'look-through' methode de cijfers per eind 2009 verstrekt. Daarin wordt per eind 2009 in het 'base case' scenario en in het 'stress case' scenario een tekort aangegeven van respectievelijk EUR 3,1 miljard en EUR 11,3 miljard.¹²¹ De ERCC besluit op grond van deze verslechterde cijfers de volgende maatregelen op 18 juni 2008 voor te stellen aan de RCC en de RvB:¹²²
- *versnelling van capital relief;*
 - *uitgifte van nieuwe aandelen (in de context van de Delta-Lloyd aankoop en de EC Remedies);*
 - *uitstel van betaling van het interimdividend ter hoogte van EUR 1,3 miljard.*
139. Op 6 juni 2008 stelt Mittler Lippens en Bodson op de hoogte van hetgeen tijdens de ERCC vergadering is besproken. Deze informatie wordt echter niet medegedeeld in de RCC en RvB vergaderingen die op dezelfde dag plaatsvinden.¹²³ De RCC en RvB worden derhalve niet op de hoogte gesteld van een mogelijke aandelenemissie en het eventueel opschorten van het interim dividend, terwijl deze ingrijpende maatregelen indruisen tegen de externe berichtgeving over het financieringsbeleid van Fortis tot dan toe.
140. Op 7 juni 2008 stuurt mr. Quaetaert een email aan Mittler waarin zij stelt dat Fortis al enige weken te laat is met het verstrekken van koersgevoelige informatie met

¹¹⁷ <http://videoplayer.neos.nl/fd/index.php?item=1055>. Zie onderzoeksrapport § 1764.

¹¹⁸ Zie Onderzoeksrapport § 1764.

¹¹⁹ Zie Onderzoeksrapport §§ 1768 (Reuters) en 1769 (ANP).

¹²⁰ Zie Onderzoeksrapport § 1774.

¹²¹ Zie Onderzoeksrapport § 1775.

¹²² Zie Onderzoeksrapport § 1779.

¹²³ Zie Onderzoeksrapport §§ 1786 en 1788.

betrekking tot de overeenkomst met Deutsche Bank.¹²⁴ Zij verzet zich in deze email tegen de interne plannen om het prijsgeven van deze koersgevoelige informatie nog verder uit te stellen. Aan haar verzoek wordt echter geen gehoor gegeven.

141. Op 9 juni 2008 presenteert Mittler een memo aan de ERCC met als titel 'Solvency Plan' waarin hij erop wijst dat in de afgelopen drie maanden de solvabiliteit van Fortis met EUR 5,6 miljard is verslechterd, met name als gevolg van de verslechterende subprime situatie.¹²⁵ Hij stelt voorts een 'stress case' scenario op waarin hij uitgaat van een aandelenemissie van EUR 3 miljard en geen dividenduitkering in contanten.¹²⁶ De bevindingen van Mittler in zijn memo stroken niet met de mededeling van een woordvoerder van Fortis de dag erna in het Financieel Dagblad:¹²⁷

"Als wij opnieuw capital instruments in de markt gaan zetten, zullen deze niet verwaterend zijn."

142. Op 10 juni 2008 verschijnen er tevens twee analistenrapporten van respectievelijk Merrill Lynch en Dresdner Kleinwort die de hiervoor genoemde mededeling van de Fortis woordvoerder verder ontcrachten. Merrill Lynch speculeert over een mogelijk solvabiliteitstekort bij Fortis van EUR 3 miljard, Dresdner Kleinwort ziet een vergrote kans op een aandelenemissie door Fortis. Merrill Lynch verlaagt de status van Fortis van "buy" naar "neutral". Naar aanleiding van deze berichtgeving daalt de koers van het aandeel Fortis met 7,6%.¹²⁸

143. Uit het AFM Besluit van 5 februari 2010 blijkt dat Votron in reactie op de berichtgeving van Merrill Lynch een email stuurt naar onder meer Mittler en Verwilt waarin hij schrijft (de namen in deze email zijn in het Besluit onleesbaar gemaakt):¹²⁹

"The pressure on solvency will not reduce. We need to devote the exco of tomorrow to this topic and not just have a ERCC. We also have to be prepared for an emergency communication today if we would feel appropriate to communicate today or in the next days. [•], please coordinate this together with [•]."

144. Op 13 juni 2008 neemt Merrill Lynch (en Morgan Stanley) op verzoek van Fortis deel aan een 'pitch' over een mogelijk door Fortis uit te geven aandelenemissie. Het Onderzoeksrapport geeft van deze presentatie door Merrill Lynch de volgende samenvatting:¹³⁰

"Uitgaande van de slotkoers van het Fortis aandeel op 11 juni 2008 van EUR 13,44 mikt Merrill Lynch op een aandelenemissie van EUR 3,2 miljard (ca. 236 miljoen aandelen tegen circa EUR 13,50) zonder recht van voorkeur voor bestaande aandeelhouders in de vorm van een AGT (Accelerated Global Tender) en merkt op dat dit bedrag eventueel verlaagd kan worden indien wordt afgezien van betaling van een interim dividend dan wel door betaling van dividend in aandelen. Plaatsing kan in een dag plaats vinden, voorafgegaan door een pre-marketing voor de officiële aankondiging."

¹²⁴ Zie Onderzoeksrapport § 1792.

¹²⁵ Zie Onderzoeksrapport § 1796.

¹²⁶ Zie Onderzoeksrapport § 1798.

¹²⁷ Zie Onderzoeksrapport § 1803.

¹²⁸ Zie Onderzoeksrapport § 1801.

¹²⁹ Zie AFM Besluit van 5 februari 2010, p. 31.

¹³⁰ Zie Onderzoeksrapport § 275.

Als datum voor de aandelenemissie beveelt Merrill Lynch 26 juni 2008 aan. Tegelijkertijd wijst Merrill Lynch er op dat er ten aanzien van de stand van zaken aangaande EC-remedies sprake zal moeten zijn van "disclosure and capital impact"."

De Stichting merkt hierbij op deze "disclosure" van de status van de EC Remedies niet heeft plaatsgevonden.

145. Op 14 juni 2008 publiceert de Telegraaf een artikel (*'Fortis bij afstoten van delen ABN in de sores'*) waar met betrekking tot de transactie met Deutsche Bank wordt geschreven:¹³¹

"De overname van ABN AMRO door Fortis loopt zware averij op. Fortis stuit op grote financiële tegenvallers bij de verplichte verkoop van zakenbank onderdelen van ABN AMRO. Deutsche Bank is de enige kandidaat – koper en stelt 'belachelijk hoge eisen'. Als de verkoop – intern aangeduid als 'Operation Denmark' – niet voor 1 juli rond is komen financieringsdoelstellingen voor Fortis Group voor dit jaar in gevaar. Bovendien dreigen schadeclaims. Dat melden Fortis-bronnen bij de besprekingen. Gistermiddag zijn commissarissen nader van de dreigende financiële problemen op de hoogte gebracht.

[...]

Na een tender in de afgelopen maanden onder geïnteresseerde marktpartijen reesteert nu slechts één bieder, volgens bronnen Deutsche Bank. Het gebrek aan concurrenten drijft de prijs op. "De koper wéét dat zij de enige bieder is en dus zware financiële eisen kan stellen", aldus een betrokkene. De koper stelt ook harde claims specifiek om zijn juridische aansprakelijkheid in de verzwakte kapitaal markt te beperken: toekomstige financiële tegenvallers worden bij Fortis neergelegd.

[...]

Als Fortis het huidige en enige bod accepteert, moet de bankverzekeraar er zoveel geld op toelagen, dat de financiële doelstellingen voor 2008 en later niet worden gehaald."

146. De AFM komt naar aanleiding van dit artikel tot de volgende conclusie:¹³²

"- berichtgeving in de Telegraaf op 14 juni 2008 was grotendeels, althans op hoofdlijnen juist en komt overeen met de intern bekende KGI [koersgevoelige informatie];

- deze berichtgeving was door Fortis niet openbaar gemaakt. De berichtgeving was zelfs in strijd met de tot op dat moment door Fortis, aangaande EC-Remedies, gecommuniceerde (positieve) berichtgeving. De AFM stelt daarmee vast dat de markt van een verkeerde stand van zaken op de hoogte werd gebracht. Op Fortis rust dan eens te meer de verplichting om eerdere externe berichtgeving te corrigeren. Van verder uitstel om de werkelijke gang van zaken over de EC Remedies en de verwachte impact op de financiële doelstellingen bekend te maken was dan ook misleiding te duchten."

¹³¹ Zie Onderzoeksrapport § 1827 en AFM Besluit van 5 februari 2010, p. 33.

¹³² Zie Onderzoeksrapport § 538 waar verwezen wordt naar de Definitieve Onderzoeksrapportage van de AFM van 4 november 2009, pagina 71, zoals ook opgenomen in de openbare versie van het boetebesluit van de AFM van 5 februari 2010.

147. Op 18 juni 2008 vindt er een RCC-vergadering en een RvB-vergadering plaats. Ten aanzien van de overeenkomst met Deutsche Bank wordt in beide vergaderingen besloten om hierover geen mededelingen richting het belegend publiek te doen vóór de publicatie van het persbericht op 26 juni 2008. De RvB geeft op deze dag haar goedkeuring om het contract met Deutsche Bank te ondertekenen. Tevens besluit de RvB tot een aandelenemissie en het schrappen van het dividend waarbij echter wordt opgemerkt dat de *definitieve besluitvorming* hierover pas plaats zal vinden op 25 juni 2008. Uit het Onderzoeksrapport blijkt dat er geen redenen voor dit uitstel zijn genoemd in de notulen.¹³³
148. Op 25 juni 2008 wordt besloten dat Merrill Lynch, JP Morgan Chase en Morgan Stanley als “*Joint Lead Managers*” en “*Bookrunners*” zullen optreden en dat er maximaal 200 miljoen gewone aandelen zullen worden uitgegeven.¹³⁴ Een dag later, op 26 juni 2008, sluit Fortis een ‘*underwriting agreement*’ met Merrill Lynch, JP Morgan Chase en Morgan Stanley om maximaal 200 miljoen aandelen te plaatsen.¹³⁵
149. Op 26 juni 2008 geeft Fortis een persbericht uit met als titel “*Fortis versnelt uitvoering solvabiliteitsplan*” waarin een aandelenemissie van EUR 1,5 miljard wordt aangekondigd. Tevens wordt in het persbericht aangekondigd dat het interim dividend over 2008 wordt geschrapt en dat in 2009 het dividend over het boekjaar 2008 in aandelen zal worden uitgekeerd. Als reden voor deze maatregelen geeft Fortis in het persbericht aan:¹³⁶
- “Het besluit tot versnelling is ingegeven door de verwachte uitkomst in de komende weken van de door de Europese Commissie opgelegde verkoop van een aantal commercial banking-activiteiten in Nederland, de geplande overname van het resterende belang van 51% in de Nederlandse joint venture met Delta Lloyd, de verwachting van voortgaand uitdagende marktomstandigheden alsook de noodzaak om in dit klimaat prudent om te gaan met het vereiste kapitaal.”*
150. Fortis geeft later op diezelfde dag een tweede persbericht uit waarin wordt medegedeeld dat de aangekondigde aandelenemissie van EUR 1,5 miljard is geplaatst en dat Fortis 150 miljoen aandelen uitgeeft tegen een koers van EUR 10 per aandeel.¹³⁷ De Onderzoekers merken hierbij op dat het aantal uitgegeven aandelen lager ligt dan door Merrill Lynch en Morgan Stanley aanbevolen in hun presentatie op 13 juni 2008, alsmede lager dan de 200 miljoen aandelen die de RvB maximaal geautoriseerd had op 25 juni 2008.¹³⁸
151. Het persbericht van 26 juni 2008 leidt tot een schok bij het belegend publiek. In tegenstelling tot hetgeen tot die datum stelselmatig door Fortis bij herhaling werd gecommuniceerd - namelijk dat er géén verwaterende kapitaalinstrumenten zouden worden uitgegeven en dat het dividend beleid ongewijzigd zou blijven - blijkt dat er toch ingrijpende, verwaterende maatregelen getroffen moeten worden om de vermogenspositie van Fortis te kunnen blijven handhaven. Die dag daalt de koers van het aandeel Fortis maar liefst 19% en sluit op een koers van EUR 10,26.¹³⁹ In § 6.1 onder (ii) zal worden ingegaan op de juridische aspecten en de consequenties van het

¹³³ Zie Onderzoeksrapport § 1853.

¹³⁴ Zie Onderzoeksrapport §§ 665 en 1915.

¹³⁵ Zie Onderzoeksrapport § 1919.

¹³⁶ Zie Onderzoeksrapport § 1921.

¹³⁷ Zie Onderzoeksrapport § 284.

¹³⁸ Zie Onderzoeksrapport § 1929.

¹³⁹ Zie AFM Besluit van 5 februari 2010, p.19.

stelselmatig misleiden van het beleggend publiek door Fortis en de (voormalige) bestuurders in de eerste helft van 2008.

5.4 De ontwikkelingen in de tweede helft van 2008 tot aan de verklaringen van Fortis van 26 september 2008

152. Op 27 juni 2008 verzoekt de CBFA Fortis om haar direct op de hoogte te houden van de ontwikkelingen met betrekking tot de te integreren onderdelen van ABN AMRO.
153. Op 2 juli 2008 maakt Fortis bekend dat zij een overeenkomst heeft getekend met Deutsche Bank voor de verkoop van bepaalde activiteiten, die op last van de Europese Commissie moesten worden verkocht. De activiteiten worden voor een bedrag van EUR 709 miljoen aan Deutsche Bank verkocht.¹⁴⁰ Dit bedrag is EUR 300 miljoen lager dan de netto vermogenswaarde zoals bekend gemaakt door Fortis op 26 juni 2008. Bij het bekendmaken van de halfjaarcijfers op 4 augustus 2008 zal overigens blijken dat het totale negatieve effect van deze transactie op het nettoresultaat niet EUR 300 miljoen maar maximaal EUR 900 miljoen zal zijn.
154. Op 11 juli 2008 vindt er een RvB-vergadering plaats. Daarin wordt besproken dat de verwachte winst voor 2008 lager zal uitvallen dan waar vanuit was gegaan tijdens de RvB-vergadering van 18 juni 2008 (EUR 3,5 miljard in plaats van EUR 4,1 miljard).¹⁴¹ Tevens wordt besproken dat er sinds de publicatie van het persbericht op 26 juni 2008 een opname en uitstroom van kapitaal bij Fortis heeft plaatsgevonden van maar liefst EUR 1,4 miljard.¹⁴²
155. Tijdens deze vergadering wordt voorts unaniem besloten dat Votron moet aftreden.¹⁴³ Hij wordt tijdelijk opgevolgd door Verwilst. Dit betekent dat er op dat moment slechts één uitvoerend lid van de RvB is, terwijl in het Fortis Governance Statement staat dat er twee uitvoerende leden van de RvB moeten zijn.¹⁴⁴ Over de positie van Mittler wordt op dat moment gezegd:¹⁴⁵

"Fortis should also go looking for a new CFO. Mr. Mittler has lost credibility."

156. Tenslotte wordt er in de RvB-vergadering uitvoerig gesproken over de slechte publiciteit van Fortis in de media en het gebrek van vertrouwen in Fortis:¹⁴⁶

"In the ensuing discussion it was mentioned that public opinion had never turned so against Fortis as in the past few weeks. Reactions from the media are furious and unanimous, focusing on the company and on the CEO/Chairman. We have to face that our reputation and credibility is severely damaged and is now at a very low level. That said, the Board expressed its strong support for the analysis and initiatives going forward."

157. Op 17 juli 2008 maakt Fortis in een persbericht bekend dat drie 'rating agencies' (Standard & Poor's, Fitch en Moody's) hun ratings voor Fortis naar beneden hebben bijgesteld. In hetzelfde persbericht stelt Fortis dat *"Fortis is zich bewust van de noodzaak om de dialoog met de aandeelhouders te intensiveren om het vertrouwen in*

¹⁴⁰ Zie Onderzoeksrapport § 1949.

¹⁴¹ Zie Onderzoeksrapport § 1962.

¹⁴² Zie Onderzoeksrapport § 1962.

¹⁴³ Zie Onderzoeksrapport § 1965.

¹⁴⁴ Zie Fortis Governance Statement p. 20.

¹⁴⁵ Zie Onderzoeksrapport § 686.

¹⁴⁶ Zie Onderzoeksrapport § 1971.

het bedrijf te verstevigen".¹⁴⁷ In dit kader benadrukt Fortis zowel in informele aandeelhoudersvergaderingen, als op haar website als ook bij de publicatie van de halfjaarcijfers op 4 augustus 2008 dat de vermogenspositie van Fortis "solide" bleef, ondanks de onrust op de geld- en kapitaalmarkten.¹⁴⁸

158. In het Onderzoeksrapport staat vermeld dat uit analistenrapporten blijkt dat de situatie voor Fortis steeds nijpender wordt.¹⁴⁹ In juli 2008 blijkt uit een meerderheid van de analistenrapporten dat er twijfels blijven bestaan over de vraag of de aandelenemissie van 26 juni 2008 wel voldoende was om de solvabiliteit van Fortis op pijl te houden. Ook in augustus 2008 blijven deze twijfels bestaan.
159. In september 2008 wordt de situatie nog grimmiger en zijn er op grote schaal bijzonder kritische en negatieve geluiden over Fortis in de markt te vernemen. In zijn algemeenheid is volgens het Onderzoeksrapport¹⁵⁰ de perceptie dat Fortis een zwakke solvabiliteit kent en dat de verkoop van niet 'core assets' (belangrijkste activa) te traag gaat.
160. Op 1 augustus 2008 wordt Mittler als CFO ontslagen. Hij blijft wel als adviseur van de CEO aan Fortis verbonden. Dit wordt in een persbericht gecommuniceerd.
161. Op 4 augustus 2008 publiceert Fortis haar halfjaarcijfers. Hieruit blijkt dat de nettowinst 41% is gedaald ten opzichte van de eerste helft van 2007.¹⁵¹ Voorts blijkt uit de halfjaarcijfers dat het effect van de verkoop van de onderdelen van ABN AMRO aan Deutsche Bank een negatief effect op het nettoresultaat zal hebben van maximaal EUR 900 miljoen.¹⁵²
162. Op 7 augustus 2008 publiceert De Telegraaf een bericht dat er vertraging is opgetreden met betrekking tot de Chinese goedkeuring van de joint venture met Ping An. Naar aanleiding van negatieve geluiden uit de markt, stuurt Fortis later die dag een persbericht uit waarin staat dat er sprake is van een normaal lopend goedkeuringsproces en dat wordt gestreefd naar een afronding van dit proces in de tweede helft van 2008. Deze berichtgeving wordt in NRC Handelsblad van 3 september 2008 herhaald.
163. Op 27 augustus 2008 vindt er een ExCo-vergadering plaats waarin het ExCo akkoord gaat met een prijsverlaging van 50% van de vermogensbeheeractiviteiten die verkocht worden aan Ping-An, alsmede het verstrekken aan Ping An van een preferent dividend voor drie jaar. Uit de notulen van het ExCo blijkt dat deze concessies verband houden met het Chinese goedkeuringsproces.¹⁵³
164. Op 7 september 2008 neemt de Amerikaanse overheid de zeggenschap over van de twee hypotheekbanken Fannie Mae en Freddie Mac en investeert USD 100 miljard in deze banken. In het daaropvolgende weekeinde van 13 en 14 september 2008 wordt Merrill Lynch overgenomen door Bank of America. In datzelfde weekeinde vraagt Lehman Brothers faillissement aan. De Onderzoekers merken hierover op dat dit

¹⁴⁷ Zie Onderzoeksrapport § 307.

¹⁴⁸ Zie Onderzoeksrapport § 308.

¹⁴⁹ Zie Onderzoeksrapport § 316.

¹⁵⁰ Zie Onderzoeksrapport § 316.

¹⁵¹ Zie Onderzoeksrapport § 2029.

¹⁵² Zie Onderzoeksrapport § 2029.

¹⁵³ Zie Onderzoeksrapport § 2046.

weekeinde het begin is geweest van een ongekende angst, onzekerheid en vertrouwenscrisis in de financiële markten.¹⁵⁴

165. Op 15 september 2008 vermeldt Fortis in een persbericht dat haar directe en indirecte 'blootstelling' aan Lehman Brothers EUR 531 miljoen bedraagt.¹⁵⁵ Op 16 september 2008 wordt AIG, de grootste Amerikaanse verzekeraar, genationaliseerd. Diezelfde dag geeft Fortis een persbericht uit waarin zij geruchten betreffende een op handenzijnde claimemissie ontkent.¹⁵⁶ Tevens sturen Bos en Machenil die dag een notitie aan Verwilt waarin zij ondermeer schrijven dat het solvabiliteitsplan in feite achterhaald is.¹⁵⁷

"With this note we would like to draw your attention to the fact that Fortis' solvency plan is steadily losing its momentum and might miss its objective. Moreover, it might even be too little too late. Indeed the plan is getting delayed & solvency impact is reduced. Moreover, we might need more than initially anticipated while the impact could come too late e.g. after a large part of the client franchise has left Fortis. This deterioration has been steadily building and has become more pressing given this weekend's news on Lehman and Ping An."

166. Verwilt krijgt op 17 september 2008 een reeks van emails van verontruste afzenders waarin er op aan wordt gedrongen dat Fortis snel op zoek moet gaan naar een strategische partner om te kunnen overleven.
167. Twee dagen later, op 19 september 2008, vindt er een overleg plaats tussen Lippens, Verwilt en Mittler waarbij wordt gesproken over het op zoek gaan naar een mogelijke strategische partner voor Fortis. Noch het Exco, noch de RvB (behalve Lippens en Verwilt) wordt hiervan op de hoogte gesteld. Mittler stelt Lippens en Verwilt op de hoogte van het feit dat Merrill Lynch inmiddels de opdracht heeft gekregen om te praten met een mogelijke strategische partner die op de kandidatenlijst staat.¹⁵⁸
168. Verwilt ontvangt op deze dag wederom een reeks van verontrustende emails. Aan het einde van de dag vertrekt Verwilt ziek naar huis. Hij zal hierna niet meer actief terugkeren, behalve voor een paar uur op vrijdag 26 september 2008. De Onderzoekers merken op dat er door het vertrek van Verwilt in de periode van 20 september tot en met 25 september 2008, nota bene "in de hoogste alarmfase in de financiële wereld", geen uitvoerend lid van de Raad van Bestuur leiding gaf aan Fortis.¹⁵⁹
169. In het Exco van 24 september 2008 deelt Kloosterman mede dat hij van mening is dat het onwaarschijnlijk is dat de deal met Ping An doorgaat. Hij refereert hierbij aan zijn overleg met Ma, de voorzitter van Ping An, van 18 september 2008, waarin Ma hem heeft geïnformeerd over de aanzienlijke verliezen op de deelneming van Ping An in Fortis van eenmaal de jaarwinst van Ping An en de mogelijke indirecte gevolgen van dit verlies op de closing van de joint venture met Ping An.¹⁶⁰

¹⁵⁴ Zie Onderzoeksrapport § 2070.

¹⁵⁵ Zie Onderzoeksrapport § 2073.

¹⁵⁶ Zie Onderzoeksrapport § 870.

¹⁵⁷ Zie Onderzoeksrapport § 873. Voor wat betreft de Ping An transactie verwijst de Stichting onder andere naar de §§ 294 en 296.

¹⁵⁸ Zie Onderzoeksrapport § 893.

¹⁵⁹ Zie Onderzoeksrapport § 2110.

¹⁶⁰ Zie Onderzoeksrapport § 2103.

170. Tevens wordt die dag in het ExCo medegedeeld dat de bank zich in "code red" bevindt. "Code red" betekent dat er in beginsel geen geld meer mag worden uitgeleend in de interbancaire markt en dat er geen buffer-onderpand meer mag worden ingezet om de noodzakelijke 'day-to-day business' mee te doen. Hierover is het volgende opgenomen in de notulen:¹⁶¹

"F. Diercks informs the ExCo that the bank is now in a "code red" situation, because of the dollar liquidity exposure. This is also the case for some competitors, but our situation is generally worse."

171. Op donderdag 25 september 2008 wordt Dierckx telefonisch benaderd door Servais van de CBFA waarbij Servais benadrukt dat de liquiditeit bij Fortis er slecht aan toe is en dat Fortis zo spoedig mogelijk op zoek moet gaan naar een strategische partner. Diezelfde avond heeft Mittler een telefoongesprek met Merrill Lynch waarin is gesproken over het mogelijke nationaliseren van Fortis.

172. In de ochtend van vrijdag 26 september 2008 heeft Lippens telefonisch contact met Servais waarbij Servais aan Lippens mededeelt dat het liquiditeitsprobleem van Fortis 'verschrikkelijk' is en dat de liquiditeit 'volledig opgedroogd' is.¹⁶² Tevens stelt Servais dat Fortis na het weekeinde niet meer zal leven en daarom per direct een strategische partner zal moeten zoeken.

173. Op het intranet verschijnt diezelfde ochtend het volgende "geruststellende" bericht:¹⁶³

"We hebben geen liquiditeitsproblemen

Fortis heeft geen liquiditeitsproblemen, zei Filip Dierckx, voorzitter van Fortis Bank, donderdag tegen televisiezender CNBC.

De CEO van Merchant Banking geeft aan dat Fortis zeer regelmatig contact heeft met toezichthoudende instanties, en dat deze vinden dat Fortis niet in problemen is. Volgens toezichthouders doen we het goed aldus Dierckx."

174. Diezelfde middag geeft Fortis het volgende persbericht uit:¹⁶⁴

"Fortis verschaft opheldering over commerciële en financiële situatie.

Naar aanleiding van aanhoudende marktgeruchten en vragen komt Fortis met een update over haar financiële situatie.

- *Ontwikkeling van de deposito's van klanten bij Fortis.*
Wij willen hier vooral de solide positie van de bank benadrukken. *In een lastig klimaat van internationale onrust op de markten, een klimaat waarin negatieve berichten over Fortis bij klanten de nodige vragen oproepen, een klimaat dat door hevige concurrentie wordt gekenmerkt, is slechts sprake van een beperkte uitstroom van klanten. Ten opzichte van 1 januari 2008 gaat het hier om minder dan 3% van de totale activa uit retail- en private banking-activiteiten in de Benelux (exclusief markteffecten).*

¹⁶¹ Zie Onderzoeksrapport § 2134.

¹⁶² Zie Onderzoeksrapport § 2176.

¹⁶³ Zie Onderzoeksrapport § 2194.

¹⁶⁴ Zie Onderzoeksrapport § 2198.

Deze beperkte uitstroom is te danken aan onze langdurige relaties met onze klanten, de extra inspanningen van onze medewerkers om de klanten te informeren en hun vragen te beantwoorden en de positieve uitkomsten van voortgaande gerichte commerciële inspanningen, zoals de e-spaarrekening die in juli in België de lucht in ging.

- *Liquiditeit Fortis.
Fortis beschikt op dit moment over een gediversifieerde financieringsbasis van meer dan € 300 miljard (van institutionele beleggers, retail- en particuliere deposito's, centrale banken en grote ondernemingen) waarmee de activiteiten volledig kunnen worden gefinancierd. Daarnaast kent Fortis een buffer aan zekerheden.*
- ***De solvabiliteit van Fortis is solide en ligt ruim boven het wettelijk vereiste minimum.** Het kapitaalplan ter ondersteuning van de consolidatie van alle overgenomen activiteiten van ABN AMRO per eind 2009 wordt nader ontwikkeld. Ultimo juni 2008 lag het kernkapitaal van Fortis € 4 miljard boven doelstelling. Het toekomstige extra beroep op kapitaal is vooral gelegen in de komende 12 à 18 maanden tijdens de feitelijke integratie van de activiteiten van ABN AMRO. Ter ondersteuning van deze exercitie en rekening houdend met de huidige lastige marktomstandigheden voor de uitgifte van niet-verwaterende financiële instrumenten, is besloten een groter aantal activiteiten en activa af te stoten. Vooralsnog zijn meer dan 10 activiteiten in zowel het bank- als verzekeringsbedrijf aangemerkt als voor verkoop beschikbaar. Met deze activiteiten, die zich zowel binnen als buiten de Benelux bevinden, is naar schatting € 5 à 10 miljard gemoeid. In elk van deze activiteiten is concrete interesse van kopers en zijn vertrouwelijkheidsvereenkomsten getekend. Een kapitaalsverhoging wordt niet voorzien.*
- *De integratie van ABN AMRO ligt op schema. Het wachten is nu op de goedkeuring door De Nederlandsche Bank (DNB) van het integratieplan en de afronding van de remediërende EC maatregelen ('EC Remedies'). Voorbereidingen zijn gaande om de private banking-activiteiten van ABN AMRO buiten Nederland eind 2008/begin 2009 volledig te integreren, onder voorbehoud van de goedkeuring van de toezichthouder."*

175. Op het moment van uitbrengen van dit "geruststellende" persbericht was Verwilt het enige uitvoerende lid van de RvB. Hij is ook het enige lid van de RvB dat dit persbericht heeft goedgekeurd. Verwilt is overigens diezelfde dag afgetreden als bestuurder.
176. Verwilt en Dierckx houden rond 13.00 uur een persconferentie in het bijzijn van Kloosterman en Machenil. Na deze persconferentie houdt Verwilt (grotendeels zonder Dierckx) om circa 14.00 uur een conference call voor analisten en beleggers naar aanleiding van het uitgebrachte persbericht. Fortis zegt hierover op haar website:¹⁶⁵

"1. Op een vraag wat de Fortis-reactie is op de dalende beurskoers en geruchten:

¹⁶⁵ Zie Onderzoeksrapport § 2212.

Antwoord: "De (lage) aandelenkoers van Fortis reflecteert niet de waarde van de onderneming. Hier is sprake van een aanzienlijk verschil. Fortis is overigens niet alleen een bank. Het heeft ook een solide verzekeringstak".

2. Op een vraag over de liquiditeitssituatie van Fortis:

Antwoord: "Markets are extremely tense. Also for our bank, but basically we have been able to finance ourselves".

3. Op een vraag over de mogelijkheid van een fusie:

Antwoord: "geen commentaar op geruchten".

4. Op een vraag over een mogelijk bankroet van Fortis:

Antwoord: "Er is geen sprake van dat Fortis bankroet zal gaan". Wijzend op de soliditeit van de onderneming wordt hieraan toegevoegd: "There is not one single chance that we will face issues in that respect".

5. Op een vraag over ECB funding:

Antwoord: "We have substantial collateral for ECB funding. "There is more than EUR 50 miljard that could be used".

6. Op de vraag of Fortis nog steeds geld kan lenen van andere banken:

Antwoord: "We have been relying on funding from other banks, quite clear".

7. Op de vraag of Fortis nog in de markt kan lenen:

Antwoord: "Ja".

177. Aansluitend aan de conference call vindt er een RvB-vergadering plaats met als enige agenda punt: *"actual situation"*. Dit is de eerste RvB-vergadering sinds 1 augustus 2008. Verwilt is niet meer bij deze RvB aanwezig. In de notulen van deze vergadering staat onder meer:¹⁶⁶

"Further vigorous action is ... urgently needed, because at the end of this trading day there will be no more collateral available (for the interbank market on Monday). Hence, if there will be no transaction over the weekend, and the overnight interbank market would remain closed to Fortis, then Fortis would need to obtain additional liquidity support from the Belgian Central Bank."

178. Ondanks de "geruststellende" woorden in het persbericht van 26 september 2008 en de daaropvolgende persconferentie en conference call, vindt er aan het einde van de dag een grote uitstroom van kapitaal plaats. Het onderpand om leningen te verkrijgen blijkt zo goed als opgedroogd en Fortis heeft voor het eerst een Marginal Lending Facility van de Belgische Nationale Bank ten bedrage van EUR 5 miljard moeten aantrekken. Aan het einde van de dag wordt er een tweede persbericht uitgegeven waarin Verwilt aftreedt als CEO en Dierckx tot opvolgend CEO wordt benoemd. In dit persbericht wordt tevens vermeld dat Verwilt verder gaat als niet-uitvoerend bestuurder.¹⁶⁷

179. Uit bovenstaand feitenoverzicht van de periode 26 juni 2008 t/m 26 september 2008 blijkt dat de berichtgeving in het persbericht van 26 september 2008, alsmede hetgeen extern is gecommuniceerd in de op die dag gehouden persconferentie en conference call, in strijd is met de intern bij Fortis bekende acute solvabiliteits- en liquiditeitscrisis

¹⁶⁶ Zie Onderzoeksrapport § 2217.

¹⁶⁷ Zie Onderzoeksrapport § 2228.

waarin Fortis zich op dat moment bevond. In § 6.1 onder (iii) zal nader worden ingegaan op de juridische aspecten en consequenties van de misleidende mededelingen die in de periode van 26 juni 2008 t/m 26 september 2008 door Fortis en de (voormalige) bestuurders ten onrechte zijn gedaan.

5.5 De eindfase

180. In het weekeinde van 27 en 28 september 2008 wordt een data room ingericht voor het zoeken naar een nieuwe strategische partner voor Fortis. Vertegenwoordigers van ING, BNP, Munich re, Aegon en SPFI/FIPM (voor de Belgische overheid) maken gebruik van de data room voor het doen van een boekenonderzoek.¹⁶⁸

181. In hetzelfde weekend vindt er overleg plaats tussen Fortis en de Belgische, Nederlandse en Luxemburgse overheden. Op zondagavond 28 september 2008 houden de Belgische en Nederlandse regeringen een persconferentie waarin het volgende bekend wordt gemaakt:¹⁶⁹

- *"De drie Beneluxoverheden investeren samen 11,2 miljard euro om Fortis te steunen. De Nederlandse regering investeert 4 miljard in Fortis Bank Nederland Holding in ruil voor een 49% deelneming. De Belgische regering investeert 4,7 miljard in Fortis Bank NV/SA in ruil voor een deelneming van 49%. De Luxemburgse regering investeert 2,5 miljard in Fortis Banque Luxembourg SA in de vorm van een verplicht converteerbare lening. Naast andere rechten zal Luxemburg na conversie 49% aanhouden in Fortis Bank Luxembourg."*
- *Fortis zal haar belang in ABN Amro verkopen.*
- *Maurice Lippens neemt ontslag als voorzitter van de raad van bestuur van Fortis."*

182. Op maandag 29 september 2008 geeft Fortis een persbericht uit waarin de transactie met de Benelux overheden nader wordt toegelicht:¹⁷⁰

"De voorwaarden van de investering door de overheden van België, en Luxemburg zijn als volgt:

- *De Belgische overheid heeft toegezegd EUR 4,7 miljard te investeren in Fortis Bank NV/SA (België) in ruil voor een aandeel van 49% in deze entiteit.*
- *De Nederlandse overheid investeert EUR 4,0 miljard in Fortis Bank Nederland (Holding) N.V. in ruil voor een 49% belang in deze entiteit.*
- *De Luxemburgse overheid investeert EUR 2,5 miljard in Fortis Banque Luxembourg SA in de vorm van een mandatory converteerbare lening. Naast andere rechten, krijgt Luxembourg na conversie een belang van 49% in Fortis Banque Luxembourg.*

Fortis Bank Nederland (Holding) en Fortis Banque Luxembourg SA zijn dochterbedrijven van Fortis Bank NV/SA. De investering door de Nederlandse overheid wordt gedaan tegen de emissie door Fortis Bank Nederland (Holding) aan DNB van een nieuwe categorie aandelen die zullen worden gecreëerd door een aanpassing van de statuten. Deze nieuwe categorie zal geen recht hebben op de eventuele verkoopopbrengst van het belang van FBN (H) in RSF Holdings B.V., noch in de vorm van dividend noch op enigerlei andere wijze. Waar nodig,

¹⁶⁸ Zie Onderzoeksrapport § 2234.

¹⁶⁹ Zie Onderzoeksrapport § 2294.

¹⁷⁰ Zie Onderzoeksrapport § 2320.

zal goedkeuring van toezichthouders en aandeelhouders worden verkregen."

183. In ditzelfde persbericht maakt Fortis tevens bekend dat naar verwachting in het derde kwartaal van 2008 een bedrag van circa EUR 5 miljard zal moeten worden afgeschreven:¹⁷¹

"Als gevolg van de verandering van strategie, de verslechterde marktomstandigheden en het besluit het risico op de balans verder te verminderen, zullen de totale waardeaanpassingen in het derde kwartaal 2008 ongeveer EUR 5 miljard na belastingen bedragen. Dit houdt onder andere verband met fiscaal uitgestelde belastingvorderingen, goodwill voor de separaat beheerde asset managers en de gestructureerde kredietportefeuille."

184. Fortis maakt in het persbericht echter niet bekend uit welke posten het bedrag van EUR 5 miljard is opgebouwd en of die posten zien op de transactie met de Benelux overheden. Uit het Onderzoeksrapport volgt dat binnen Fortis twee onderbouwingen voor dit bedrag van EUR 5 miljard bestaan maar dat de Onderzoekers niet hebben kunnen vaststellen welke versie de juiste is.¹⁷² Voorts blijkt uit het Onderzoeksrapport dat Onderzoekers hebben kunnen vaststellen dat in ieder geval een tweetal posten, namelijk de post 'waarde-aanpassingen op de gestructureerde kredietportefeuille' en de post 'additionele waardeverminderingen op kredieten', niets te maken heeft met de transactie met de Benelux overheden.¹⁷³ Deze twee posten moeten volgens Onderzoekers al eerder binnen Fortis bekend zijn geweest, in ieder geval ten tijde van publicatie van het persbericht van 26 september 2008 dat immers slechts een halve (werk)dag daarvoor is uitgegeven.¹⁷⁴ Op dit punt zal nog nader worden ingegaan in § 6.1 onder (iii).
185. Op 29 en 30 september 2008 worden de transacties met de Belgische en Luxemburgse overheden afgerond en worden de koopsommen onder die transacties betaald. De Nederlandse transactie wordt niet voltooid. Het blijkt dat de Belgische Staat een pandrecht op de verzekeringstak van Fortis had bedongen voor mogelijke verliezen op de CDO-portefeuille. Niemand had zich echter gerealiseerd dat het volgens de statuten van Fortis Verzekeringen Nederland onmogelijk was om de aandelen van die vennootschap in pand te geven.
186. Op 30 september 2008 stuurt Fortis een persbericht uit met daarin de mededeling dat Fortis verwacht de joint venture voor vermogensbeheer met Ping An niet te kunnen voltooien.¹⁷⁵ Twee dagen later, op 2 oktober 2008, geeft Ping An een persbericht uit waarin staat dat beide partijen de overeenkomst definitief ontbonden hebben op grond van de "vigerende turbulente marktomstandigheden".¹⁷⁶
187. Tevens op 2 oktober 2008 houdt de RvB een korte conference call waarin onder meer wordt besproken dat de Nederlandse Staat de overeenkomst met Fortis wil heronderhandelen. Uit de kamerstukken blijkt dat Minister Bos over de reden tot heronderhandeling heeft verklaard:¹⁷⁷

¹⁷¹ Zie Onderzoeksrapport § 2328.

¹⁷² Zie Onderzoeksrapport § 785.

¹⁷³ Zie Onderzoeksrapport § 786.

¹⁷⁴ Zie Onderzoeksrapport § 787.

¹⁷⁵ Zie Onderzoeksrapport § 2355.

¹⁷⁶ Zie Onderzoeksrapport §§ 562 en 2355.

¹⁷⁷ Zie Onderzoeksrapport § 2378.

“De enige reden dat wij tot heronderhandelingen zijn overgegaan, is het feit dat wij in de loop van dinsdag met elkaar moeten constateren dat de interventie van de drie overheden bij Fortis niet het gewenste resultaat had.”

188. Op vrijdag 3 oktober 2008 wordt er een akkoord bereikt tussen Fortis en de Nederlandse Staat waarbij de Nederlandse activiteiten van Fortis aan de Staat worden verkocht. De kern van het akkoord is dat de Nederlandse overheid voor een bedrag van EUR 16,8 miljard Fortis Bank Nederland (Holding) N.V., inclusief de participatie in RFS Holdings, die de belangen in ABN AMRO vertegenwoordigen, Fortis Verzekeringen Nederland N.V., en Fortis Corporate Insurance N.V. zal overnemen. Deze transactie komt in de plaats van de (nooit geëffectueerde) transactie van het voorgaande weekeinde, waarbij de Nederlandse overheid een belang van 49% in Fortis Bank Nederland (Holding) N.V. zou verwerven.
189. Tijdens de RvB-vergadering van diezelfde dag waarin de RvB haar goedkeuring moet geven aan de nieuwe overeenkomst met de Nederlandse Staat merkt Dierckx op dat er aan het begin van die week massale onttrekkingen hebben plaatsgevonden bij Fortis. Hessels geeft aan dat de Nederlandse en Belgische toezichthouders geen andere oplossing voor Fortis hebben gevonden, met als enige uitzondering het onder curatele stellen van Fortis dan wel een faillissement. Uiteindelijk wordt de nieuwe overeenkomst door de RvB unaniem goedgekeurd.
190. Op 6 oktober 2008 geeft Fortis met betrekking tot de transactie met de Nederlandse Staat het volgende persbericht uit:¹⁷⁸

“Details van de transactie

- *Vandaag heeft de Belgische overheid de resterende 50% + 1 aandeel van Fortis Bank gekocht van Fortis SA/NV voor een bedrag van EUR 4,7 miljard in cash.*
- *Een portefeuille van gestructureerde producten met een fair value van EUR 10,4 miljard wordt door Fortis Bank overgebracht naar een afzonderlijk beheerde entiteit die gezamenlijk eigendom is van Fortis Groep (66%), de Belgische overheid (24%) en BNP Paribas (10%).*
- *De Belgische overheid heeft een overeenkomst gesloten met BNP Paribas over de verkoop van 75% van Fortis Bank SA/NV; de resterende 25% van het bedrijf zal in handen blijven van de Belgische overheid.*
- *BNP Paribas zal ook 100% verwerven van Fortis Insurance Belgium voor een totaal bedrag van EUR 5,73 miljard in contanten, onder voorbehoud van aanpassingen na final closing.*

Impact van de transacties van 3 en 5 oktober op de Fortis Groep

1. *De opbrengsten van de verkoop van de Nederlandse Staat – aangekondigd op 3 oktober jongstleden – voor een bedrag van EUR 16,8 miljard, zijn als volgt verdeeld: EUR 12,8 miljard die ontvangen zijn voor de Nederlandse bancaire activiteiten (inclusief ABN AMRO) blijft binnen Fortis Bank; EUR 4,0 miljard die ontvangen zijn voor de Nederlandse verzekeringsactiviteiten gaat naar de Fortis Groep.*
2. *De opbrengst van EUR 4,7 miljard in contanten van de verkoop vandaag van de overgebleven 50% + 1 aandeel van Fortis Bank aan de Belgische Staat gaat naar de Fortis Groep.*

¹⁷⁸ Zie Onderzoeksrapport § 2480.

3. *De opbrengst van EUR 5,73 miljard in contanten van de verkoop vandaag van 100% van Fortis Insurance Belgium aan BNP Paribas gaat naar de Fortis Groep.*

Na deze transacties zal de Fortis Groep bestaan uit een 100% deelneming in Fortis Insurance International NV (nettowinst eerste halfjaar 2008 van EUR 102 miljoen, verzekeringsactiviteiten: activiteiten met 100% eigendom in het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en Hongkong en joint ventures in Luxemburg, Portugal, China, Maleisië en Thailand), de participatie van 66% in de entiteit waarin de gestructureerde kredietportefeuille is ondergebracht zoals hierboven aangegeven, en cash.”.

191. Op vrijdag 10 oktober 2008 tenslotte wordt de overeenkomst met de Nederlandse Staat geëffectueerd.

6. GRONDSLAGEN VAN DE VORDERING

192. Zoals hierboven in hoofdstuk 3 is uiteengezet, vordert de Stichting in deze procedure ten eerste een verklaring voor recht dat Fortis in strijd heeft gehandeld met de vereisten van Nederlands recht omtrent hetgeen haar in deze dagvaarding wordt verweten, waaronder het onjuist, niet en onvolledig informeren van de markt en het belegend publiek omtrent de stand van haar onderneming.
193. De Stichting vordert ten tweede een verklaring voor recht dat Merrill Lynch in strijd heeft gehandeld met haar zorgplicht omtrent hetgeen haar in deze dagvaarding wordt verweten, waaronder het niet voorkomen dat Fortis richting de markt en het belegend publiek stelselmatig onjuiste en onvolledige mededelingen heeft gedaan, dan wel het niet corrigeren van deze mededelingen.
194. De Stichting stelt eerst de aansprakelijkheid van Fortis vast. De Stichting zal in § 6.1 aantonen dat Fortis in strijd heeft gehandeld met de artikelen 6:193 a-j (oneerlijke handelspraktijk) en 6:194 BW (misleidende mededelingen). De Stichting maakt hierbij onderscheid tussen misleidende mededelingen gedaan in de volgende drie tijdperiodes:
- (i) de periode vanaf de aanloop tot aan de gestanddoening van het openbaar bod op ABN AMRO op 17 oktober 2007;
 - (ii) de periode in de eerste helft van 2008 tot en met de bekendmaking van de versnelde uitvoering van het solvabiliteitsplan op 26 juni 2008;
 - (iii) de periode vanaf publicatie van het persbericht op 26 juni 2008 tot en met het persbericht van 26 september 2008.
195. De Stichting zal vervolgens in § 6.2 aantonen dat Fortis onrechtmatig heeft gehandeld jegens de Beleggers omdat zij niet heeft voldaan aan haar verplichtingen uit hoofde van artikel 5:13 Wft (algemene norm voor het prospectus), artikel 5:20 Wft (misleidende reclame-uitingen), artikel 5:25(i) Wft (koersgevoelige informatie), alsmede artikel 5:58, eerste lid, sub d Wft (verbod op markt manipulatie).
196. De Stichting zal daarna in § 6.3 aantonen dat Fortis tevens mogelijk onrechtmatig heeft gehandeld jegens de Beleggers door het niet (tijdig) inroepen van de “*Material Adverse Change*” clause in het kader van de overname van ABN AMRO.
197. Vervolgens wordt in § 6.4 ingegaan op de aansprakelijkheid van Merrill Lynch op grond van artikel 6:162 BW. De Stichting zal aantonen dat Merrill Lynch in strijd met haar

zorgplicht heeft gehandeld omdat zij niet heeft voorkomen dat Fortis misleidende mededelingen richting de markt en het beleggend publiek heeft gedaan, dan wel dat Merrill Lynch deze mededelingen niet heeft gecorrigeerd.

6.1 Aansprakelijkheid van Fortis op grond van de artikelen 6:193 a-j BW en 6:194 BW

198. De Stichting behartigt in deze procedure zowel de belangen van particuliere beleggers als de belangen van institutionele beleggers in Fortis. Ten aanzien van de juridische grondslag van de vordering dient er een onderscheid gemaakt te worden tussen deze beide categorieën beleggers.

Particuliere beleggers

199. Voor wat betreft de particuliere beleggers baseert de Stichting haar vordering eveneens op artikel 6:194, dan wel op artikel 6:193a-j BW. Artikel 6:193a-j BW is weliswaar eerst in werking getreden op 15 oktober 2008, maar het is aannemelijk dat de artikelen in materiële zin reeds vanaf juni 2007 gelding toekomt. Deze regeling vloeit voort uit de implementatie van de Richtlijn oneerlijke handelspraktijken.¹⁷⁹ Artikel 6:193a-j BW bestempelt misleidende (of agressieve) handelspraktijken als onrechtmatig. De regeling is uitsluitend van toepassing op handelingen verricht jegens natuurlijke personen die niet handelen in de uitoefening van een beroep of bedrijf, of te wel de particuliere belegger.
200. Volgens artikel 6:193b BW handelt een handelaar¹⁸⁰ onrechtmatig jegens een consument indien hij een handelspraktijk verricht die oneerlijk is. Hiervan is sprake indien een handelaar handelt (a) in strijd met de vereisten van professionele toewijding, en (b) het vermogen van de gemiddelde consument om een geïnformeerd besluit te nemen merkbaar is beperkt of kan worden beperkt, waardoor de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen, dat hij anders niet had genomen.
201. Een handelspraktijk wordt in het bijzonder oneerlijk geacht indien er sprake is van een misleidende handelspraktijk (artikel 6:193c-g) of een agressieve handelspraktijk (6:193h-i). Van een misleidende handelspraktijk is sprake indien informatie wordt verstrekt die feitelijk onjuist is of die de gemiddelde consument misleidt of kan misleiden waardoor de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen, dat hij anders niet had genomen. Het gaat hierbij om een actieve misleidende informatieverstrekking.
202. Voorts is er sprake van een misleidende handelspraktijk indien essentiële informatie wordt weggelaten die de consument nodig heeft om een geïnformeerd besluit over een transactie te nemen, dat hij anders niet had genomen. Van een misleidende handelspraktijk is eveneens sprake als de essentiële informatie verborgen wordt gehouden of op onduidelijke, onbegrijpelijke of dubbelzinnige wijze is geformuleerd. In die gevallen is er op grond van artikel 6:193d lid 2 en 3 BW sprake van een misleidende omissie.

¹⁷⁹ Richtlijn 2005/29/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 mei 2005 betreffende oneerlijke handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten op de interne markt en tot wijziging van Richtlijnen 84/450/EEG, 97/7/EG, 98/27/EG en 2002/65/EG en van Verordening (EG) nr. 2006/2004, PbEU 2005, L. 1149/22.

¹⁸⁰ Onder een 'handelaar' moet worden verstaan: 'een natuurlijk persoon of rechtspersoon die handelt in de uitoefening van een beroep of bedrijf of degene die ten behoeve van hem handelt' (artikel 6:193a lid 1 sub b BW).

203. Als essentiële informatie wordt op grond van artikel 6:193f, sub f, in ieder geval aangemerkt de informatie die wordt genoemd in de artikelen 4:20, 4:73 en 5:13 Wft. De wetgever legt hier dus expliciet een verband tussen de essentiële informatie die moet worden medegedeeld op grond van de oneerlijke handelspraktijk bepalingen en de informatie die moet worden medegedeeld op grond van de Wft. Het niet verstrekken van de informatie die vereist is op grond van het hierna in § 6.2 te bespreken artikel 5:13 Wft, levert dus per definitie een oneerlijke handelspraktijk op in de zin van artikel 6:193a-j BW.
204. Bepalend voor de vraag of een handelspraktijk oneerlijk is, is welke uitwerking de handelspraktijk heeft op de gemiddelde consument. Hierbij zijn niet de kenmerken en eigenschappen van de individuele consument die stelt te zijn misleid bepalend, maar die van de 'fictieve' consument die representatief is voor de specifieke groep van consumenten waarop de handelaar zich richt. Hierbij kan aanknoping worden gevonden bij de rechtspraak van het Europese Hof van Justitie met betrekking tot misleidende reclame waarin de gemiddelde consument wordt gedefinieerd als de 'redelijk geïnformeerde, omzichtige en oplettende consument'.¹⁸¹

Institutionele beleggers

205. Voor wat betreft de institutionele beleggers baseert de Stichting haar vordering onder meer op artikel 6:194 BW. Artikel 6:194 BW bepaalt dat hij die omtrent goederen of diensten die door hem of degene die ten behoeve van hem handelt in de uitoefening van een beroep of bedrijf worden aangeboden, een mededeling openbaar maakt of laat openbaar maken, onrechtmatig handelt jegens een ander die handelt in de uitoefening van zijn bedrijf, indien deze mededeling in een of meer opzichten misleidend is.
206. Tot de inwerkingtreding van artikel 6:193a-j BW op 15 oktober 2008, gold artikel 6:194 BW (oud) zowel voor consumenten als voor ondernemingen. Sinds die datum geldt artikel 6:194 BW nog uitsluitend voor de niet-consument ("hij die (...) handelt in de uitoefening van een beroep of bedrijf") en artikel 6:193a-j BW voor de consument. De Hoge Raad ziet inhoudelijk weinig verschil met de 'oude' regels omtrent misleiding door onjuiste of onvolledige mededelingen. De Hoge Raad heeft recent in de World Online uitspraak overwogen dat hetgeen in dat arrest met betrekking tot de toepassing van artikel 6:194 (oud) BW wordt overwogen omtrent misleiding door onjuiste of onvolledige mededelingen onder de gelding van de nieuwe bepalingen in de artikelen 6:193a-j BW met betrekking tot consumenten niet wezenlijk anders zal zijn.¹⁸² Hetgeen in het hiernavolgende wordt besproken met betrekking tot artikel 6:194 BW voor de institutionele belegger is derhalve tevens van toepassing op de nieuwe bepalingen van artikel 6:193a-j BW die gelden voor de particuliere belegger.
207. De Hoge Raad heeft bepaald dat artikel 6:194 BW tevens van toepassing is op de eventuele aansprakelijkheid voor een prospectus.¹⁸³ Degene die verantwoordelijk is voor de in het prospectus verstrekte informatie is civielrechtelijk aansprakelijk als blijkt dat deze informatie misleidend is in de zin van artikel 6:194 BW. Deze overweging sluit aan bij artikel 5:13 Wft waarin is bepaald dat het prospectus alle gegevens dient te bevatten die van toepassing zijn voor het vormen van een verantwoord oordeel over het vermogen, de financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van de uitgevende instelling (zie hierna onder § 6.2). Zoals reeds aangegeven, levert het niet

¹⁸¹ HvJ EG 16 juli 1998, NJ 2000, 374 m.nt. DWFV (Gut Springenheide).

¹⁸² HR 27 november 2009, 07/11104; LJN BH2162 (JOR 2010/43), r.o. 4.10.2.

¹⁸³ HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 (ABN AMRO/Coopag Finance B.V.)

vermelden van de informatie die vereist is op grond van artikel 5:13 Wft per definitie een oneerlijke handelspraktijk op in de zin van artikel 6:193d lid 2 BW.

208. Zoals omschreven in hoofdstuk 5, heeft Fortis voor de aandelenemissie ten behoeve van de financiering van de acquisitie van ABN AMRO een prospectus uitgegeven. In het Prospectus wordt op p.42 vermeld dat de uitgevende instellingen Fortis S.A./N.V. en Fortis N.V., de "Issuers", verantwoordelijk zijn voor de inhoud van het Prospectus. Hiermee vallen Fortis S.A./N.V. en Fortis N.V. binnen het bereik van artikel 6:194 BW en zijn zij civielrechtelijk aansprakelijk als blijkt dat de door hen verstrekte informatie misleidend is.
209. De Hoge Raad heeft in de World Online uitspraak¹⁸⁴ de werking van artikel 6:194 BW verder uitgebreid. De Hoge Raad heeft in dat arrest bepaald dat artikel 6:194 BW ook betrekking heeft op schriftelijke of mondelinge mededelingen van de uitgevende instelling die *buiten* het prospectus, maar wel *in verband met* het aanbieden van de effecten zijn gedaan.¹⁸⁵ Daarbij kan, aldus de Hoge Raad, het bijvoorbeeld gaan om mededelingen die nadere informatie over de beursgang of de uitgevende instelling bevatten of die een nadere toelichting op het prospectus behelzen, maar ook om mededelingen die belangstelling voor de beoogde beursgang proberen te wekken.¹⁸⁶ Deze uitbreiding van de reikwijdte van artikel 6:194 BW sluit aan bij artikel 5:20 Wft dat een verbod bevat op het doen van mededelingen vlak voor de beursgang die niet in overeenstemming met het prospectus zijn (zie hierna onder § 6.2).
210. Bij de beantwoording van de vraag of een prospectus misleidend is in de zin van artikel 6:194 BW, 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."¹⁸⁷ 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 kennis en ervaring, behoudens het geval dat de reclame zich uitsluitend op personen met dergelijke kennis en ervaring richt.¹⁸⁸ Voor mededelingen gedaan buiten het prospectus maar wel in verband met het prospectus, geldt evenzeer dat zij ingevolge artikel 6:194 BW niet misleidend mogen zijn voor de "maatman belegger".¹⁸⁹
211. Voor het antwoord op de vraag of de mededeling misleidend is, en derhalve onrechtmatig, is het niet van belang of de "maatman belegger" daadwerkelijk kennis heeft genomen of is beïnvloed door de mededeling, maar slechts dat de onjuistheid of onvolledigheid van de mededeling van voldoende materieel belang is om de "maatman belegger" te kunnen misleiden.¹⁹⁰ Het gaat er dus om of de onjuiste/onvolledige mededeling *op zichzelf genomen* een misleidend karakter heeft. Is dat het geval, dan behoort de uitgevende instelling zich vanwege het misleidende karakter van die mededeling te onthouden van openbaarmaking daarvan, en handelt zij onrechtmatig indien zij de mededeling toch openbaar maakt.¹⁹¹
212. Als eenmaal vaststaat dat de mededeling misleidend en daarmee onrechtmatig is, staat tevens vast dat de misleidende mededeling heeft bijgedragen aan de

¹⁸⁴ HR 27 november 2009, 07/11104; LJN BH2162 (JOR 2010/43).

¹⁸⁵ HR 27 november 2009, 07/11104; LJN BH2162 (JOR 2010/43), r.o. 4.25.1.

¹⁸⁶ HR 27 november 2009, 07/11104; LJN BH2162 (JOR 2010/43), r.o. 4.25.1.

¹⁸⁷ HR 30 mei 2008, nr. C06/302, LJN BD 2820.

¹⁸⁸ HR 27 november 2009, 07/11104; LJN BH2162 (JOR 2010/43), r.o. 4.10.3.

¹⁸⁹ HR 27 november 2009, 07/11104; LJN BH2162 (JOR 2010/43), r.o. 4.25.1.

¹⁹⁰ HR 27 november 2009, 07/11104; LJN BH2162 (JOR 2010/43), r.o. 4.10.4.

¹⁹¹ HR 27 november 2009, 07/11104; LJN BH2162 (JOR 2010/43), r.o. 4.10.4.

beleggingsbeslissing.¹⁹² Met andere woorden, de belegger (professioneel of particulier) zou niet of niet onder dezelfde voorwaarden aandelen hebben gekocht indien de mededeling niet zou zijn gedaan.

213. Op grond van artikel 6:195 BW wordt de bewijslast ten aanzien van het vaststellen van de onrechtmatigheid op grond van artikel 6:194 BW omgekeerd. Hetzelfde geldt met betrekking tot artikel 6:193j BW welk artikel de bewijslast omkeert ten aanzien van het vaststellen van de onrechtmatigheid op grond van de artikelen 6:193b-i BW.¹⁹³ Artikel 6:193j BW komt overeen met artikel 6:195 BW waarbij, volgens de Parlementaire toelichting op dit artikel, geen verschil in toepassing is beoogd.¹⁹⁴
214. De Stichting kan derhalve in het hiernavolgende volstaan met het stellen en aannemelijk maken dat de door Fortis gedane mededelingen in de drie in § 6.1 genoemde periodes misleidend en daarmee onrechtmatig zijn; zij hoeft dit niet te bewijzen. Het is vervolgens aan Fortis om de juistheid en de volledigheid van de medegedeelde informatie te bewijzen. Op het mogelijke verweer van Fortis zal bij de behandeling van de juridische grondslagen hierna verder worden ingegaan alsmede in het hoofdstuk "Verweer van gedaagden".

(i) misleidende mededelingen van Fortis in de periode vanaf de aanloop tot aan de gestanddoening van het openbaar bod op ABN AMRO op 17 oktober 2007

215. Zoals in hoofdstuk 5 is weergegeven, begint vanaf medio 2007 de kredietcrisis zich te manifesteren. De aanleiding van de kredietcrisis is gelegen in de subprime gerelateerde producten. In § 5.2 is de berichtgeving van Fortis en haar bestuurders met betrekking tot de subprime problematiek weergegeven. Daaruit blijkt dat Fortis en haar (voormalige) bestuurders met name in de maanden augustus en september 2007 stelselmatig relevante informatie zowel intern als extern niet, dan wel niet volledig, hebben gecommuniceerd.
216. Bij de uitgifte van het persbericht over de halfjaarcijfers van Fortis op 9 augustus 2007 werd intern bekende relevante informatie met betrekking tot exposure van Fortis in de subprime markt opzettelijk voor beleggers verzwegen. Dit blijkt onder meer uit het feit dat Dierckx in een email van 7 augustus 2007 aan o.a. Verwilt, Mittler en Votron benadrukt dat enige verwijzing naar de subprime markt moet worden weggelaten in het persbericht over de halfjaarcijfers en dat de focus moet komen te liggen op de handelsresultaten:¹⁹⁵

"The proposal will be to leave out the reference to the subprime market and to focus on the resilience of the trading results despite the difficult markets in structured credits and energy. We have also discussed the various issues with Karel who agrees that based on the knowledge we have now we should refrain from making additional comments." (onderstreeping toegevoegd)

217. De betreffende kennis was op dat moment intern in detail bij Fortis aanwezig. In de RvB-vergadering van 8 augustus 2007 presenteert Dierckx een subprime exposure van Fortis van EUR 8,7 miljard, onderverdeeld in de drie categorieën: *RMBS, High Grade*

¹⁹² HR 27 november 2009, 07/11104; LJN BH2162 (JOR 2010/43), r.o. 4.10.4.

¹⁹³ De handelaar dient de materiële juistheid en volledigheid van de informatie die hij heeft verstrekt te bewijzen indien een civiele procedure tegen hem wordt aangespannen op grond van de richtlijn oneerlijke handelspraktijken.

¹⁹⁴ Nota n.a.v. Verslag, Kamerstukken II 2006/07, 30 928, nr. 8, p.5; Tekst & Commentaar BW 6, 7 en 8, artikel 6:193j BW onder aantekening 2.

¹⁹⁵ Zie Onderzoeksrapport § 1414.

CDO en Mezzanine CDO.¹⁹⁶ Ondanks dat intern dus bekend is dat het totale subprime exposure van Fortis op dat moment maar liefst EUR 8,7 miljard bedraagt, wordt in de notulen nogmaals expliciet benadrukt dat de juiste cijfers niet bekend mogen worden gemaakt in het persbericht over de halfjaarcijfers:¹⁹⁷

"Exact figures will not be disclosed"

218. In het persbericht van 9 augustus 2007 over de halfjaarcijfers van Fortis wordt vervolgens de voor beleggers - nog wel in het concept-persbericht aanwezige - relevante passage uitdrukkelijk weggelaten:¹⁹⁸

"(...) Regarding the Structured Finance activities, the unrest in the US subprime mortgage sector significantly influenced the behaviour of both investors and issuers, leading to difficult market conditions that affected our trading and origination business. Due to severe spread widening of certain asset classes in the US, Fortis' results include a negative revaluation of open positions.(...)"

219. Na het uitbrengen van dit misleidende persbericht over de halfjaarcijfers van Fortis ontstaat in de loop van de maand augustus 2007 bij verschillende bestuursleden steeds meer twijfel of de berichtgeving omtrent de subprime problematiek nog wel correct is.¹⁹⁹ Er worden zowel intern als extern echter geen corrigerende mededelingen gedaan ondanks de gerezen twijfels en ondanks het feit dat Société Générale op 23 augustus 2007 in haar analistenrapport ten aanzien van de subprime blootstelling van Fortis vermeldt dat:²⁰⁰

"To date the company has been unwilling to disclose its potential exposure, but below we have summarised some of the potential areas in which there could be exposure. In order to ease concerns and keep the expected discount in the rights issue as limited as possible, we believe the company has to provide more detail on its potential exposure."

220. Op 27 augustus 2007 vindt er een AC-vergadering, alsmede een RvB-vergadering plaats bij Fortis Bank. Uit de notulen van deze vergaderingen blijkt dat het totale subprime exposure (afgerond) EUR 8,7 miljard bedraagt en dat het exposure is onderverdeeld in de drie risicocategorieën: *RMBS*, *High Grade CDO* en *Mezzanine CDO*.²⁰¹ Ondanks deze bevindingen luidt de conclusie in de notulen dat de verliezen op de subprime portefeuille geen materieel effect zullen hebben op de resultaten en dat de winst prognose in stand blijft.²⁰²

221. Uit het AFM Besluit van 19 augustus 2010 volgt dat op 28 augustus 2007 tijdens een ExCo-vergadering een presentatie is gegeven waarin bekend wordt gemaakt wat op dat moment voor Fortis de totale subprime blootstelling bedraagt alsmede welke de risico's zijn die uit deze subprime blootstelling voortvloeien.²⁰³ De bedragen (in miljarden euro's) zijn in het Besluit onleesbaar gemaakt. De AFM verbindt aan deze informatie de

¹⁹⁶ Zie Onderzoeksrapport § 1423.

¹⁹⁷ Zie Onderzoeksrapport § 1424.

¹⁹⁸ Zie Onderzoeksrapport § 1415.

¹⁹⁹ Zie §§ 58 t/m 60.

²⁰⁰ Zie AFM Besluit van 19 augustus 2010, p.5.

²⁰¹ Zie Onderzoeksrapport § 1437.

²⁰² Zie Onderzoeksrapport § 1437.

²⁰³ Zie AFM Besluit van 19 augustus 2010, p.18.

conclusie dat hier sprake is van koersgevoelige informatie die openbaar had moeten worden gemaakt:²⁰⁴

"het samenstel van bovengenoemde feiten vanaf 28 augustus 2007 kwalificeert als concrete informatie waarvan openbaarmaking een significante invloed op de koers zou kunnen hebben en waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken."

222. Op 4 september 2007 vindt er wederom een ExCo-vergadering plaats. In de notulen van deze vergadering wordt het volgende opgemerkt over de subprime problematiek:²⁰⁵

"Based upon testing our portfolio via stringent "mark to model", projected losses are confirmed to be in range between € 350-400 mio. It is expected therefore – if and when all other business continue to deliver – our statement that no material impact is expected on our FY 2007 results remains correct."
(onderstreping toegevoegd)

223. Diezelfde dag vindt er een RvB-vergadering plaats waarin het geconstateerde verlies op de subprime portefeuille van EUR 350-400 miljoen echter *niet* wordt vermeld. Wel communiceert Dierckx in deze RvB-vergadering dat de liquiditeit in de US subprime markt sinds juli 2007 *geheel is opgedroogd* en dat om die reden de waarderingmethoden gedeeltelijk van Mark-to-Market naar Mark-to-Model zijn overgeschakeld.²⁰⁶ Op grond van deze laatste waarderingmethode zou het totale subprime exposure neerkomen op (afgerond) EUR 8,7 miljard. Dit cijfer had Dierckx ook al laten vallen in de RvB-vergadering van 8 augustus 2007, alsmede in de RvB-vergadering van Fortis Bank van 27 augustus 2007.²⁰⁷

224. Deze uiterst relevante (slechts gedeeltelijk) intern gecommuniceerde informatie wordt vervolgens op geen enkele wijze met het beleggend publiek gedeeld, terwijl juist expliciet in de notulen van de RvB-vergadering van 4 september 2007 wordt benadrukt dat de correcte informatie ten aanzien van de subprime situatie dient te worden opgenomen in het Prospectus:²⁰⁸

"In the ensuing discussion, it was noted that it will be made sure that the appropriate information will be included in the prospectus on the rights issue."

225. Dit wordt de volgende dag zelfs nog een keer herhaald in een email van Mittler aan de RvB:²⁰⁹

"FD and Robby Scharfe presented the liquidity and subprime file. We have to make sure that we have the right information in the prospectus."

226. Het concept-prospectus dat een week later verschijnt op 13 september 2007 zwijgt echter geheel over de subprime problematiek.

²⁰⁴ Zie AFM Besluit van 19 augustus 2010, p.19.

²⁰⁵ Zie Onderzoeksrapport § 1443.

²⁰⁶ Zie Onderzoeksrapport § 1446.

²⁰⁷ Zie Onderzoeksrapport §§ 1423 en 1437.

²⁰⁸ Zie Onderzoeksrapport § 1449.

²⁰⁹ Zie Onderzoeksrapport § 1454.

227. Slechts enkele dagen voorafgaand aan de publicatie van de Trading Update en het Prospectus, vindt er op 18 september 2007 een vergadering van het ExBo plaats waarin gesproken wordt over een mogelijke impact van de subprime portefeuille op de resultaten rekening over 2007 van EUR 321 miljoen:²¹⁰

"Mr. F. Dierckx refers to the appended document (MPB Forecast 2007) so as to provide additional information relating to both the CDO impact and full year forecast. The sensitivity analysis on subprime reveals that total unrealized losses amount to EUR 186 mio while total impairments amount to EUR 135 mio for a total P&L impact amount of EUR 321 mio under the sensitivity analysis."

228. In tegenstelling tot hetgeen intern dus bekend was met betrekking tot de blootstelling van Fortis aan de subprime beleggingen, geeft het (definitieve) Prospectus slechts de volgende onjuiste en onvolledige informatie weer onder de misleidende titel **"Update on Fortis' well managed risk exposure"**:²¹¹

"The impact on Fortis's full-year 2007 results is expected to be non-material thanks to its diversified portfolio, dynamic portfolio management and the credit risk protection purchased in 2006. Even if the current subprime severity would deteriorate with a further 20%, the additional non-linear net profit impact is estimated at EUR 20 million." (onderstreping toegevoegd)

229. Uit het onderstreepte deel van het hierboven weergegeven citaat blijkt dat Fortis extern heeft gecommuniceerd dat zij slechts een maximaal verlies van EUR 20 miljoen op de subprime portefeuille verwachtte, uitgaande van een verdere (niet nader toegelichte) waardedaling van de subprime markt van 20%, terwijl intern – slechts twee weken vóór de publicatie van het Prospectus – in het ExCo reeds bekend was dat de subprime portefeuille een verwacht verlies van maximaal EUR 350-400 miljoen met zich mee zou brengen. In het ExBo was bovendien vanaf 18 september 2007 bekend dat er een mogelijke impact van de subprime portefeuille op de resultaten rekening over 2007 van EUR 321 miljoen werd verwacht. Deze voor beleggers uiterst relevante informatie is noch intern, noch extern verder gecommuniceerd.

230. Voorts wordt noch in het Prospectus noch in de Trading Update op geen enkele wijze inzichtelijk gemaakt op basis van welke waarderingmethode het bedrag van EUR 20 miljoen tot stand is gekomen. Fortis verzwijgt immers zowel in de Trading Update als in het Prospectus de voor beleggers zeer relevante informatie dat Fortis in het licht van de volledig opgedroogde liquiditeitsmarkt moest overstappen van de "Mark-to-Market" methode naar de "Mark-to-Model" methode, waarbij de waardering plaatsvindt op basis van theoretische modellen. Tevens verzwijgt Fortis dat de berekening van het bedrag van EUR 20 miljoen gebaseerd is op deze zelf ontworpen "Mark-to-Model" methode en een voor beleggers onbekende sensitiviteitsanalyse, alsmede dat dit bedrag bovenop een, op dat moment reeds, bekende substantieel negatieve Q3 impact zou komen.²¹²

231. Bovendien verzwijgt Fortis de voor beleggers uiterst relevante informatie dat het (intern) al ruim anderhalve maand bekend was dat het totale subprime exposure op dat moment al EUR 8,7 miljard was en dat daarbij een onderscheid was gemaakt tussen de verschillende risicoaanduidingen voor de verschillende soorten producten. Zoals reeds aangegeven, verbindt de AFM in haar Besluit van 19 augustus 2010 aan deze informatie de conclusie dat openbaarmaking daarvan een significante invloed op

²¹⁰ Zie Onderzoeksrapport § 1508.

²¹¹ Zie § 5.1.4. van het Prospectus alsmede de Trading Update.

²¹² Zie AFM Besluit van 19 augustus 2010, p.27. Het bedrag is in het Besluit onleesbaar gemaakt.

de koers zou kunnen hebben en dat een redelijk handelend belegger daarvan gebruik zou maken bij zijn beleggingsbeslissing.²¹³ Op dit AFM Besluit zal in de §§ 230 t/m 233 nader worden ingegaan.

232. De Stichting stelt zich op het standpunt dat deze hierboven genoemde bij Fortis intern bekende informatie voor beleggers relevant was om bij het nemen van hun beleggingsbeslissing een juiste inschatting te kunnen maken van de mogelijke risico's die zouden kunnen ontstaan uit de subprime beleggingen van Fortis. Juist gezien de negatieve ontwikkelingen op de financiële markt alsmede de lancering van de aandelenemissie van EUR 13,4 miljard voor de overname van ABN AMRO, was het voor beleggers essentieel om over correcte en volledige informatie ten aanzien van Fortis te kunnen beschikken. Door deze informatie aan het beleggend publiek te onthouden, heeft Fortis een onjuiste en onvolledige voorstelling van zaken gegeven en daarmee de "maatman belegger" misleid.
233. Ook de Onderzoekers achten de in het Prospectus weergegeven informatie over de subprime problematiek onjuist en onvolledig. De Onderzoekers merken in § 486 van het Onderzoeksrapport op dat lezing van de in § 74 geciteerde passage uit het Prospectus, een redelijk handelend belegger (de "maatman belegger") ten onrechte als geruststellend zal ervaren. De Onderzoekers overwegen dat de uitgangspunten van de berekening van het bedrag van EUR 20 miljoen ontbreken en dat deze hadden moeten worden opgenomen in het Prospectus:

"Uitleg over de uitgangspunten van de berekening ontbreekt echter. Fortis maakt niet duidelijk, aldus de onderzoekscommissie, dat deze berekening slechts handelt over EUR 569 miljoen (zijnde de Below Mezzanine categorie), ofwel ca. 6 ½% van de totale subprime exposure van afgerond EUR 8,7 miljard. Ook maakt Fortis niet duidelijk dat de (20%) sensitivity slechts op één van de twee sleutelaannames wordt toegepast. Tevens is geen toelichting gegeven op de betekenis van het begrip "non-lineair" (...). De uitgangspunten van deze berekening hadden, naar de mening van onderzoekers, niet in het prospectus mogen ontbreken." (onderstreping toegevoegd)

234. Zowel Votron²¹⁴ als Mittler²¹⁵ hebben tijdens het wederhoorproces verklaard dat zij geen idee hebben hoe de berekening van het bedrag van EUR 20 miljoen tot stand is gekomen. Beide bestuurders verschuilen zich achter het feit dat de berekeningen zijn uitgevoerd door de divisie Merchant & Private Banking (die werd geleid door Dierckx) en dat deze berekeningen zijn gecontroleerd door accountants. Dit ontslaat hen echter niet van de plicht om er op toe te zien dat de inhoud van het Prospectus juist en volledig is, met name nu zowel Votron als Mittler wel degelijk op de hoogte waren van het feit dat de verwachte verliezen op de subprime-portefeuille substantieel hoger waren dan het in het Prospectus opgenomen bedrag van (slechts) EUR 20 miljoen.
235. De Onderzoekers concluderen vervolgens terecht in § 482 van het Onderzoeksrapport dat de handelwijze van Fortis met betrekking tot haar verplichting om correcte informatie op te nemen in het Prospectus niet verdedigbaar is:

"Alhoewel de subprime-portefolio op dat moment slechts een relatief klein deel van de totale Fortis exposure uitmaakte, had naar de mening van onderzoekers – gezien het grote belang ervan, zoals op dat moment door Fortis intern als ook

²¹³ Zie AFM Besluit van 19 augustus 2010, p.18.

²¹⁴ Zie Onderzoeksrapport § 483.

²¹⁵ Zie Onderzoeksrapport § 484.

door de buitenwereld en de toezichhouders, gepercipieerd – bovengenoemde (ontbrekende) informatie over de sub-prime portfolio van Fortis in het prospectus geadresseerd moeten worden en kon niet volstaan worden met de informatie die Fortis in het prospectus wel had opgenomen. Naar de mening van onderzoekers is de handelwijze van Fortis met betrekking tot haar verplichting tot een correcte informatievoorziening in het prospectus ten behoeve van het beleggend publiek, ook meewegende de argumenten welke in het wederhoorproces naar voren zijn gebracht, niet (goed genoeg) verdedigbaar.” [onderstreping toegevoegd]

236. De ‘argumenten welke in het wederhoorproces naar voren zijn gebracht’ waarnaar de Onderzoekers in bovenvermeld citaat verwijzen, zien op de verklaringen van Fortis, Votron, Mittler, en Dierckx waarin zij stellen dat de in de § 77 opgesomde informatie met betrekking tot de subprime portefeuille *niet* met het beleggend publiek gedeeld hoefde te worden omdat er gezien de “loan-loss” voorziening geen materieel effect op het resultaat van het derde kwartaal van 2007 te verwachten was, noch op het jaarresultaat van 2007.²¹⁶ Mittler²¹⁷ stelt dat op 20 september 2007 (datum Prospectus):

“Fortis de gewettigde verwachting had dat de mogelijke afschrijvingen op de subprime portefeuille geen impact zouden hebben op het verwachte (en in de markt bekende) resultaat over 2007 ter hoogte van EUR 4,2 miljard. De mogelijke afschrijvingen op de subprime portefeuille waren niet materieel en hadden gezien het “overschot” in de general loan-loss provision ook geen impact op de verwachte winst. Fortis heeft om die reden geen additionele informatie over de subprime-portefeuille verstrekt, zoals bijvoorbeeld de totale waarde van de portefeuille, een beschrijving van de verschillende onderdelen, een gedetailleerde risicoanalyse of uitleg van de waardering van de portefeuille.”

237. De Onderzoekers zijn het om twee redenen terecht niet eens met deze redenering:²¹⁸

“Ten eerste omdat de hoogte van de loan-loss voorziening (circa EUR 315-475 miljoen) bedoeld was voor de gehele Fortis exposure van EUR 317 miljard en niet alleen voor mogelijke verliezen op de subprime-portefeuille van afgerond EUR 8,7 miljard. Ten tweede zijn onderzoekers van mening dat het bij het verstrekken van relevante informatie in het prospectus niet zozeer gaat om de vraag of er geen materieel effect te verwachten is op het resultaat van Q3-2007 noch op het jaarresultaat 2007 van Fortis (dat zou mogelijk een goed criterium zijn geweest voor de vraag of een winstwaarschuwing had moeten worden afgegeven), maar veeleer of een redelijk handelend belegger daarvan waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissing (ten dele) op te baseren.”

238. Ook de AFM is van mening dat de in § 74 geciteerde passage uit het Prospectus het beleggend publiek op het verkeerde been heeft gezet. De AFM heeft op 19 augustus 2010 Ageas S.A./N.V. en Ageas N.V. ieder een bestuurlijke boete opgelegd van EUR 144.000 wegens overtreding van artikel 5:59, lid 1 Wft (thans artikel 5:25(i) Wft). De AFM heeft haar besluit gebaseerd op het feit dat Fortis heeft nagelaten te voldoen aan haar verplichting tot het onverwijld openbaar maken van koersgevoelige informatie in

²¹⁶ Zie Onderzoeksrapport § 480.

²¹⁷ Zie Onderzoeksrapport § 1511.

²¹⁸ Zie Onderzoeksrapport § 481.

de zin van genoemd artikel.²¹⁹ De subprime gerelateerde koersgevoelige informatie heeft volgens de AFM betrekking op: (i) de totale subprime van Fortis, (ii) de onderverdeling van de totale risicocategorieën en (iii) de totale US subprime blootstelling van Fortis.²²⁰

239. De AFM is van mening dat de interne kennis van Fortis over haar subprime gerelateerde blootstelling haaks stond op de geruststellende berichten over de subprime portefeuille van Fortis zoals opgenomen in het Prospectus en in de Trading Update.²²¹ De AFM acht bewezen dat bij Fortis intern bekend was welk effect de laatste subprime ontwikkelingen hadden op de resultaten:²²²

- *"Vanaf juni 2007 was Fortis niet alleen op de hoogte van de ernst van de subprime crisis wereldwijd, maar werden op dat moment intern al maatregelen getroffen om de blootstelling van Fortis aan deze crisis enigszins te beperken;*
- *Vanaf augustus 2007 - één maand vóór publicatie van de Trading Update en de lancering van de emissie - was op het hoogste niveau binnen Fortis bekend dat (i) de totale subprime blootstelling van Fortis € [•]²²³ miljard bedroeg; (ii) de onderverdeling van de totale blootstelling de volgende risicocategorieën bedroegen: RMBS, High Grade CDO's en Mezzanine CDO's en (iii) de totale US Subprime blootstelling van Fortis € [•] miljard bedroeg.*
- *Vanaf 18 september 2007 - enkele dagen vóór publicatie van de Trading Update en emissieprospectus - wordt intern een base case scenario en een sensitiviteitsanalyse berekend. Uit deze berekeningen volgde een verwachte negatief effect van de subprime portefeuille op het resultaat van Q3 van € [•] miljoen. Voor Q4 werd een negatief effect verwacht van € [•] miljoen. Voor het gehele jaar 2007 kwam Fortis in die berekeningen uit op een negatief effect van in totaal € [•] miljoen."*

240. De AFM acht het misleidend dat Fortis, ondanks haar interne kennis over de daadwerkelijke hoogte van het subprime exposure, alleen een verdere verslechtering van EUR 20 miljoen op de resultaten aangeeft zonder erbij te vermelden dat deze EUR 20 miljoen bovenop een (reeds bekende) negatieve Q3 impact van EUR [•] miljoen zou komen.²²⁴ Voorts acht de AFM het misleidend dat Fortis een intern model en een sensitiviteitsanalyse heeft gehanteerd om tot bovengenoemde berekening van een bijkomende verslechtering van EUR 20 miljoen te komen, zonder een daarbij behorende uitleg voor de belegger op te nemen in de Trading Update en in het Prospectus.²²⁵

241. De AFM concludeert dat het door Fortis verzwijgen van bovengenoemde informatie een onjuiste, dan wel onvolledige voorstelling van zaken wekt bij het belegend publiek. Fortis wist, dan wel had kunnen weten dat, door het achterwege laten van bovengenoemde informatie, misleiding van het publiek te duchten was.²²⁶ Fortis had op of omstreeks in haar persbericht van 21 september 2007 de markt volledig en juist

²¹⁹ Zie AFM Besluit van 19 augustus 2010, p.1.

²²⁰ Zie AFM Besluit van 19 augustus 2010, p.19.

²²¹ Zie AFM Besluit van 19 augustus 2010, p.26.

²²² Zie AFM besluit van 19 augustus 2010, p.26

²²³ De bedragen zijn onleesbaar gemaakt in de openbare versie van het boetebesluit.

²²⁴ Zie AFM Besluit van 19 augustus 2010, p. 27. Het bedrag is in het Besluit onleesbaar gemaakt.

²²⁵ Zie AFM Besluit van 19 augustus 2010, p. 27.

²²⁶ Zie AFM Besluit van 19 augustus 2010, p. 31.

moeten informeren over de subprime gerelateerde blootstelling van Fortis in het licht van de ernstig verslechterende marktomstandigheden, en de lancering van een aandelenemissie van EUR 13,4 miljard.²²⁷

242. Ook in de periode gelegen tussen het verschijnen van het Prospectus op 25 september 2007 en de sluitingsdatum van de aandeleninschrijvingsperiode op 9 oktober 2007, heeft Fortis het beleggend publiek bewust misleid.
243. In die periode heeft het FGCIP verdere berekeningen gemaakt met betrekking tot het subprime exposure van Fortis waaruit blijkt dat het totale verlies op de subprime beleggingen op dat moment EUR 166,8 miljoen bedraagt.²²⁸ Desondanks wordt deze berekening niet gecommuniceerd aan het beleggend publiek maar wordt zowel in het ExCo van 2 oktober 2007 als in het ExCo van 9 oktober 2007 herhaald hetgeen is opgenomen in het Prospectus, namelijk dat het verlies op de subprime beleggingen geschat wordt op (slechts) EUR 20 miljoen.
244. In de AC-vergadering van 6 november 2007 als ook in de RvB-vergadering van 7 november 2007 geeft Dierckx een presentatie waaruit onder meer blijkt dat sinds eind september 2007 de marktomstandigheden op de subprime markt zijn verslechterd en dat dit in het derde kwartaal tot een verlies van EUR 444 miljoen heeft geleid.²²⁹ Uit de notulen van beide vergaderingen blijkt volgens de Onderzoekers niet dat deze relevante informatie op enig moment is medegedeeld aan het beleggend publiek.²³⁰ Bij een vergelijkingsoverzicht van de Trading Update en de derde kwartaal cijfers kan worden vastgesteld dat de Trading Update geen openheid geeft van de precieze subprime blootstelling.²³¹

"Trading Update was published in the context of the rights issue. It gave some guidance on the subprime but no disclosure on the precise exposure."
[onderstreping toegevoegd]

245. Door voor het beleggend publiek te verzwijgen dat het verlies op de subprime beleggingen niet 'slechts' EUR 20 miljoen bedroeg maar inmiddels het achtvoudige daarvan, heeft Fortis ook in de periode gelegen tussen de publicatie van het Prospectus en de sluiting van de aandelen inschrijvingsdatum onjuiste en onvolledige informatie verstrekt aan het beleggend publiek. Ook in die periode zijn beleggers bij het nemen van hun beleggingsbeslissing immers afgegaan op de 'geruststellende' mededelingen in het Prospectus terwijl de werkelijkheid er op dat moment totaal anders uitzag.
246. Ook Onderzoekers concluderen terecht in § 490 van het Onderzoeksrapport dat Fortis in deze periode misleidend heeft gecommuniceerd richting het beleggend publiek:

"Alhoewel Dierckx in de periode eind september tot begin oktober 2007 (zijnde de periode waarin op de aandelenemissie kon worden ingeschreven) natuurlijk nog geen precieze kennis bezat en kon bezitten over de exacte hoogte van de subprime-verliezen (aangezien deze pas in de loop van oktober 2007 zijn berekend), concluderen onderzoekers op grond van de notulen dat Dierckx, op grond van zijn kennis over de dagelijkse gang van de zaken in de marktalen van Fortis, in deze periode van eind september – begin oktober 2007 reeds in

²²⁷ Zie AFM Besluit van 19 augustus 2010, p. 32.

²²⁸ Zie Onderzoeksrapport § 456.

²²⁹ Zie Onderzoeksrapport § 464.

²³⁰ Zie Onderzoeksrapport § 469.

²³¹ Zie Onderzoeksrapport § 464.

grote lijnen op de hoogte moet zijn geweest van de (potentiële) ernst van de subprime-crisis voor Fortis. Naar de mening van onderzoekers staat deze kennis van Dierckx haaks op de geruststellende woorden over de subprime-portfolio van Fortis, zoals opgenomen in het prospectus en in de trading update. Het door Fortis niet alsnog naar buiten brengen van deze informatie (in de periode na het verschijnen van het prospectus op 20 september 2007 maar vóór de sluitingstermijn van de aandeleninschrijvingsperiode op 9 oktober 2007) wekt naar de mening van onderzoekers een verkeerde, althans onvolledige, voorstelling van zaken op bij het beleggend publiek. Bij de mate waarin dit heeft te wegen, kan wel worden meegenomen dat niet veel financiële instellingen in die periode overgingen tot publicatie van meer gedetailleerde blootstelling aan subprime dan Fortis deed, met als opmerking dat deze instellingen geen verantwoordelijkheid hadden voor een emissieprospectus." [onderstreping toegevoegd]

247. In het licht van het voorgaande staat vast dat Fortis (met name) in de periode augustus en september 2007 in strijd heeft gehandeld met artikel 6:193 a-j en artikel 6:194 BW door het doen van misleidende mededelingen richting het beleggend publiek. Fortis heeft zowel in (i) het persbericht over de halfjaarcijfers van 9 augustus 2007, (ii) de Trading Update, (iii) het Prospectus als (iv) in de periode gelegen tussen datum uitgifte Prospectus (25 september 2007) en sluitingsdatum inschrijving aandelenemissie (9 oktober 2007), structureel onjuiste en onvolledige mededelingen gedaan die van voldoende materieel belang zijn om de "maatman belegger" te kunnen misleiden. Door deze misleidende mededelingen openbaar te maken, dan wel niet (tijdig) te corrigeren, heeft Fortis richting het beleggend publiek onrechtmatig gehandeld.

(ii) Misleidende mededelingen in de eerste helft van 2008 tot en met de bekendmaking van de versnelde uitvoering van het solvabiliteitsplan op 26 juni 2008

248. Op 16 januari 2008 vindt de eerste ExCo-vergadering van 2008 plaats. Daarin wordt vastgesteld dat Fortis een vermogenstekort heeft van EUR 2 à 3 miljard. Dit wordt herhaald in de RCC-vergadering van 24 januari 2008. Tijdens deze vergadering worden als mogelijke maatregelen om het vermogenstekort te beperken genoemd:²³² (i) geen uitbetaling van interim dividend in augustus 2008; (ii) geen finaal dividend over 2008; en (iii) een aandelenemissie. De notulen van de RCC-vergadering vermelden dat deze maatregelen zijn besproken:²³³

"with in the framework of the discussion on the evolution of the subprime exposure and its anticipated impact on Fortis' solvency."

249. In tegenstelling tot hetgeen in het ExCo en in de RCC is besproken ten aanzien van het vermogenstekort en de mogelijke maatregelen om dit te beperken, bevestigt Fortis naar aanleiding van geruchten in de markt over de subprime problematiek op 27 januari 2008 in een persbericht haar sterke solvabiliteitspositie en het ongewijzigd laten van het dividendbeleid:²³⁴

- "Fortis Bank end-of-year solvency well above 8%.
- Fortis intends to keep its dividend policy unchanged.

²³² Zie Onderzoeksrapport § 1620.

²³³ Zie Onderzoeksrapport § 1621.

²³⁴ Zie Onderzoeksrapport § 1637.

- *Capital and solvency requirements will be met, even in very stringent scenarios on the impact of the subprime CDO portfolio.*
- *Fortis does not need to and is not considering to issue common stock or dilutive equity linked capital instruments."*

250. Fortis kondigt vervolgens op 7 maart 2008 in een persbericht haar jaarresultaten van 2007 aan waarbij Votron in het begeleidend persbericht herhaalt dat de "*winst solide blijft*" en dat de solvabiliteit "*sterk*" blijft.²³⁵ Fortis verzwijgt in dit persbericht echter nog steeds dat er sprake is van een substantieel vermogenstekort van EUR 2 à 3 miljard en dat er intern ingrijpende, verwaterende, maatregelen zijn besproken om dit tekort te beperken. In het persbericht worden slechts (niet-verwaterende) maatregelen van een veel minder ingrijpende aard genoemd om te kunnen voldoen aan de vermogensdoelstellingen van 2009;²³⁶

- "- *Ingehouden winst*
- *Beheerste groei van het vermogensbeslag*
- *Verkoop van niet-strategische activa en het opzetten van joint-ventures*
- *Niet-verwaterende kapitaalsverhoging en capital relief transacties."*

251. De misleidende berichtgeving over het ongewijzigd laten van het dividend beleid en de 'sterke' solvabiliteit wordt voortgezet door Votron in een interview dat hij geeft op 26 april 2008 in het tijdschrift "Effect" van de VEB:²³⁷

"Ons dividend beleid is ongewijzigd. Het dividend (per aandeel) lijkt alleen verlaagd door de aandelenemissie, maar is stabiel. Maar wij geven geen prognose over het dividend. Wel loopt het dividend bij Fortis parallel met de winst per aandeel. En ook in slechte jaren hebben wij steeds dividend betaald."
Op de vraag of de balans geen versterking behoeft, antwoordt Votron: "*Nee, de balans is in orde, absoluut."*

252. Tijdens de AvA die op 29 april 2008 plaatsvindt bevestigt ook Mittler dat er geen nieuwe aandelenuitgifte zal plaatsvinden. Voorts bevestigt Mittler dat er in september 2008 een interim-dividend zal worden uitgekeerd van 50% van het dividend over 2007. Mittler benadrukt dat Fortis een groot vertrouwen heeft in het vermogen om de solvabiliteitspositie '*vandaag en in de toekomst*' te handhaven.²³⁸

253. Ook Lippens benadrukt dat het dividendbeleid ongewijzigd zal blijven tijdens deze AvA.²³⁹

"Het laatste wat Fortis zal doen, is raken aan het dividendbeleid."

254. Volgens het FD van 19 augustus 2008 heeft Lippens tijdens een in augustus gehouden informatieve AvA erkent dat zijn uitspraak omtrent het dividend beleid misleidend is geweest:²⁴⁰

"Enkele weken voor het schrappen van het cashdividend heb ik gezegd: "Dividend schrappen gebeurt alleen over mijn lijk", zei bestuursvoorzitter

²³⁵ Zie AFM Besluit van 5 februari 2010, p.3.

²³⁶ Zie AFM Besluit van 5 februari 2010, p.3.

²³⁷ Zie Onderzoeksrapport § 1675.

²³⁸ Zie Onderzoeksrapport § 1677.

²³⁹ Zie Onderzoeksrapport § 1683.

²⁴⁰ Zie Onderzoeksrapport § 2041.

Maurice Lippens tijdens een informatiebijeenkomst voor beleggers in Amsterdam. "Dat was misleidend. Ik betreur het."

255. Op 13 mei 2008 publiceert Fortis vervolgens haar eerste kwartaalcijfers van 2008. Votron bevestigt ook hier weer in de toelichting op de cijfers dat het 'core equity' (kernkapitaal) van Fortis ruim boven doelstelling blijft. Tevens herhaalt hij dezelfde (misleidende) maatregelen zoals genoemd in de eerdere persberichten van 2008:²⁴¹

"Wij blijven niettemin op koers om onze vermogensdoelstelling voor 2009 te behalen door inhouding van toekomstige winst, selectieve desinvesteringen en de uitgifte van niet-verwaterende instrumenten, zoals eerder werd aangegeven."

256. Deze berichtgeving staat haaks op hetgeen, slechts een week daarvoor, op 5 mei 2008 in de vergadering van het ERCC - waarvan Votron ook deel uitmaakt - is besproken. Tijdens deze vergadering is immers vastgesteld dat op basis van een volledige consolidatie van ABN AMRO (de "look through" methode) Fortis per eind 2008 in geval van een 'base case' scenario een tekort van EUR 0,4 miljard kon verwachten en in geval van een 'stress case' scenario een tekort van EUR 4,8 miljard.²⁴² Op basis van deze gegevens wordt een solvabiliteitsnoodplan opgesteld om het eind 2008 verwachte 'core equity' tekort te dekken. Geen enkele informatie hierover wordt echter gecommuniceerd met het belegend publiek bij de presentatie van de kwartaalcijfers. Onderzoekers vragen zich terecht af hoe deze interne kennis bij Fortis enerzijds en de externe berichtgeving anderzijds "met elkaar te rijmen valt".²⁴³
257. Ook blijkt dat voorafgaand aan de presentatie van de kwartaalcijfers op 7 mei 2008 bij enkele bestuursleden bekend is dat de verkoop van bepaalde onderdelen van ABN AMRO aan Deutsche Bank in het kader van de 'EC Remedies' een negatief effect op de solvabiliteit zal hebben van maar liefst EUR 1,1 miljard.²⁴⁴ Deze relevante informatie wordt noch intern, laat staan extern op enige wijze gecommuniceerd, terwijl Fortis op 9 mei 2008 door haar eigen interne jurist mr. Goris er nota bene op wordt gewezen dat de voortgang in het kader van de EC Remedies moet worden gecommuniceerd met het belegend publiek om eventuele latere aansprakelijkheid voor misleidende mededelingen te vermijden.²⁴⁵
258. Op 19 mei 2008 vindt er een ERCC-vergadering plaats waarin wordt besloten de transactie met Deutsche Bank door te zetten. Om die reden moeten er drie scenario's nader worden onderzocht: (i) het aantrekken van kapitaal door middel van een emissie van aandelen, (ii) desinvesteringen en (iii) aanpassing van het dividend beleid.²⁴⁶ Dit zijn dezelfde maatregelen die reeds op 24 januari 2008 in het RCC waren besproken maar nooit richting het belegend publiek zijn gecommuniceerd. Tevens wordt in deze ERCC-vergadering vastgesteld dat het solvabiliteitstekort is opgelopen naar respectievelijk EUR 1,1 miljard (base case) en EUR 6,8 miljard (stress case).²⁴⁷
259. In tegenstelling tot hetgeen intern bekend is met betrekking tot de verslechterde solvabiliteitspositie van Fortis, verkondigt Votron drie dagen later tijdens de "Investor Day" in Brussel op 22 mei 2008 ten aanzien van de EC Remedies dat er sprake is van

²⁴¹ Zie Onderzoeksrapport § 1717.

²⁴² Zie Onderzoeksrapport § 1685.

²⁴³ Zie Onderzoeksrapport § 618.

²⁴⁴ Zie Onderzoeksrapport § 1692.

²⁴⁵ Zie Onderzoeksrapport § 1715 voor citaat van mr. Goris.

²⁴⁶ Zie Onderzoeksrapport § 1725.

²⁴⁷ Zie Onderzoeksrapport § 1724.

"solid progress" en dat het proces "on track" is.²⁴⁸ Mittler voegt hier nog misleidend aan toe dat er sprake is van een "sound solvency position despite credit and equity turmoil" en dat "we remain firmly on track to meet our solvency targets by 2009."²⁴⁹

260. Onderzoekers zijn van mening dat deze uitlatingen van Votron niet in overeenstemming zijn met de werkelijkheid gezien de interne kennis van Fortis omtrent de status van de onderhandelingen met Deutsche Bank en de hieruit voor Fortis voortvloeiende negatieve impact op de solvabiliteit.²⁵⁰ Onderzoekers zijn voorts van mening dat de hierboven geciteerde uitspraak van Mittler dit misleidende beeld niet corrigeert, maar juist versterkt, gezien het verwachte solvabiliteitstekort van EUR 1,1 miljard (*base case*) en EUR 6,8 miljard (*stress case*).²⁵¹ Onderzoekers concluderen tevens dat de uitspraak van Mittler in strijd is met de op 21 mei 2008 aan de CBFA ter beschikking gestelde informatie.²⁵²
261. Fortis publiceert vervolgens op 23 mei 2008 een persbericht waarin Mittler bekend maakt dat Fortis door middel van een succesvolle uitgifte van een obligatielening haar vermogenspositie heeft versterkt:²⁵³

"Fortis is tevreden met dit resultaat. Wij hebben onze doelstellingen gerealiseerd en de vermogenspositie van Fortis verder versterkt."

262. Ook deze uitlating van Mittler is in strijd met de realiteit. Onderzoekers concluderen dat dit persbericht de indruk wekt dat Fortis met betrekking tot haar solvabiliteitspositie volgens plan verloopt.²⁵⁴ Deze indruk is volgens Onderzoekers ten onrechte gewekt, aangezien de opbrengst tegenviel en dit ook bekend was bij Fortis.²⁵⁵ In de RvB-vergadering van 9 mei 2008 was immers goedkeuring gegeven voor een bedrag van EUR 1 miljard terwijl er slechts EUR 625 miljoen was opgehaald met de uitgifte van de obligatielening.²⁵⁶
263. Dat de berichtgeving van Fortis in strijd met de realiteit is, blijkt temeer uit het feit dat Mittler slechts vier dagen later, op 27 mei 2008, samen met Machenil een memo opstelt voor het ECRR waarin wordt aanbevolen om via een *accelerated bookbuilding offer* een aandelenemissie te doen als ook over te gaan tot het treffen van dividendmaatregelen.²⁵⁷ Het uitgeven van nieuwe aandelen staat haaks op de berichtgeving van Fortis tot dan toe, namelijk dat Fortis enkel niet-verwaterende kapitaalinstrumenten zou uitgeven ter uitvoering van haar solvabiliteitsplan.
264. Onderzoekers concluderen in § 622 van het Onderzoeksrapport terecht dat zich in de maand mei 2008 een trend aftekent waar Fortis geruststellende uitspraken blijft doen aangaande de solvabiliteit, terwijl interne informatie dienaangaande steeds nijpender wordt.

²⁴⁸ Zie Onderzoeksrapport § 1740.

²⁴⁹ Zie Onderzoeksrapport §§ 1741 en 1742.

²⁵⁰ Zie Onderzoeksrapport § 619.

²⁵¹ Zie Onderzoeksrapport §§ 620 en 1736.

²⁵² Zie Onderzoeksrapport §§ 620 en 1736.

²⁵³ Zie Onderzoeksrapport § 1747.

²⁵⁴ Zie Onderzoeksrapport § 622.

²⁵⁵ Zie Onderzoeksrapport § 622.

²⁵⁶ Zie Onderzoeksrapport § 1745.

²⁵⁷ Zie Onderzoeksrapport § 1750.

265. Op 5 juni 2008 geeft Votron een presentatie voor "Het Financieel Ontbijt" van FD.TV.²⁵⁸ Votron herhaalt ook hier weer nagenoeg hetzelfde ten aanzien van de solvabiliteit:²⁵⁹

- *"de business gewoon goed loopt...*
- *de solvabiliteit op plan ligt...*
- *de solvabiliteit van Fortis sterk is ..."*

266. Op diezelfde dag wordt Votron als volgt geciteerd in de pers:²⁶⁰

"Our numbers were strong in the first quarter, and on solvency we're on track", Fortis Chief Executive Jean-Paul Votron said at a business conference at ABN's Amsterdam headquarters. (...) Votron reiterated that Fortis was going forward with its plan to divest assets, raise non-dilutive capital and take other steps to strengthen solvency." (Reuters)

"De topman zei dat de zaken goed blijven draaien. In de Benelux is weinig volatiliteit, aldus Votron. De bestuurder zei dat de solvabiliteit van Fortis, die aangeeft in hoeverre een onderneming zijn financiële verplichtingen kan nakomen, 'op plan is'." (ANP)

267. Dat deze positieve externe berichtgeving geheel misleidend is, blijkt alleen al uit het feit dat tevens op diezelfde dag intern in het ERCC wordt gesproken over een vermogenstekort van respectievelijk EUR 2,5 miljard ('base case') en EUR 8,7 miljard ('stress case').²⁶¹ Voor eind 2009 komen deze cijfers uit op respectievelijk EUR 3,1 miljard ('base case') en EUR 11,3 miljard ('stress case').²⁶² De ERCC bespreekt op basis van deze slechte cijfers de volgende maatregelen:²⁶³

- *"versnelling van het capital relief;*
- *uitgifte van nieuwe aandelen;*
- *uitstel van betaling van het interim dividend ter hoogte van EUR 1,3 miljard"*

268. Hetgeen besproken is in het ERCC wordt vervolgens noch gecommuniceerd met de RvB, noch met de RCC, laat staan met het belegend publiek. Mittler stelt slechts Lippens en Bodson hiervan op de hoogte. Dit is een van de (vele) voorbeelden waaruit blijkt dat ook intern onjuiste en onvolledige informatie is gecommuniceerd. De Onderzoekers wijzen ook op het feit dat er die dag *"sprake is van een situatie waarin de RvB-leden belangrijke informatie met twee snelheden te horen krijgen."*²⁶⁴

269. De Onderzoekers zijn van mening dat de mededelingen van Votron dat de solvabiliteit 'op plan' ligt en 'sterk' is, een onjuiste indruk wekken met betrekking tot de daadwerkelijke situatie waarin Fortis zich op dat moment bevindt.²⁶⁵ Onderzoekers menen dat op basis van deze geruststellende verklaringen van Votron beleggers ervan uit mochten blijven gaan dat Fortis solvabiliteit sterk was, dat er geen aandelenemissie op handen was en dat het dividendbeleid ongewijzigd zou blijven.²⁶⁶

²⁵⁸ <http://videoplayer.neos.nl/fd/index.php?item=1055>. Zie Onderzoeksrapport § 1764.

²⁵⁹ Zie Onderzoeksrapport § 1764.

²⁶⁰ Zie Onderzoeksrapport § 1768 (Reuters) en § 1769 (ANP).

²⁶¹ Zie Onderzoeksrapport § 1774.

²⁶² Zie Onderzoeksrapport § 1775.

²⁶³ Zie Onderzoeksrapport § 1779.

²⁶⁴ Zie Onderzoeksrapport § 626.

²⁶⁵ Zie Onderzoeksrapport § 624.

²⁶⁶ Zie Onderzoeksrapport § 625.

270. Ook de AFM is van mening dat Fortis op en voorgaand aan 5 juni 2008 onjuiste en onvolledige informatie heeft verstrekt aan het belegend publiek. De AFM heeft op 5 februari 2010 Fortis S.A./N.V. en Fortis N.V. (thans Ageas S.A./N.V. en Ageas N.V.) ieder een boete opgelegd van EUR 144.000 wegens overtreding van artikel 5:58, eerste lid, onderdeel d Wft. De AFM heeft haar besluit gebaseerd op het feit dat Fortis op 5 juni 2008, tijdens een presentatie van Votron, informatie heeft verspreid waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar, of de koers van de financiële instrumenten van Fortis.²⁶⁷ Voor een verdere toelichting op artikel 5:58, eerste lid, onderdeel d Wft, zie hierna in § 6.2.

271. De AFM overweegt ten aanzien van de berichtgeving op 5 juni 2008 onder meer het volgende:²⁶⁸

“Het misleidende karakter van de berichtgeving op 5 juni 2008 zit in de geruststellende woorden van de [CEO] ten aanzien van de solvabiliteit van Fortis, namelijk dat deze ‘sterk’ is en ‘op plan’. De [CEO] is een gezaghebbende informatiebron. De gemiddelde belegger kan en zal daarom zijn uitspraken betrekken bij zijn beleggingskeuze. Belangrijke mediabronnen hebben eveneens de berichtgeving van [CEO] en masse overgenomen. Gelet hierop kon en mocht de gemiddelde belegger, naar aanleiding van de uitspraken van de [CEO], en derhalve Fortis, er op vertrouwen dat (i) er geen noemenswaardige redenen waren om te twifelen aan de solvabiliteit van Fortis in het algemeen, (ii) het solvabiliteitsplan – onlosmakelijk verbonden met de solvabiliteit van Fortis – derhalve uit voornoemde onderdelen bestond en (iii) dit solvabiliteitsplan niet gewijzigd zou worden.

(...)

Essentieel is ook wat Fortis eerder heeft aangekondigd met betrekking tot haar solvabiliteit. Het feit dat, in de periode voorafgaande aan de presentatie van de [CEO], Fortis nagenoeg hetzelfde herhaalt ten aanzien van haar solvabiliteitspositie, en het solvabiliteitsplan ter uitvoering hiervan, versterken naar de mening van de AFM het misleidend karakter van de uitlatingen van de [CEO] bij de presentatie van 5 juni 2008. De uitlatingen van de [CEO] vormden immers een bevestiging van de voorafgaande uitspraken van Fortis, waardoor de belegger er alle vertrouwen in kon hebben dat de [CEO] een juiste voorstelling van zaken gaf.” (onderstreping toegevoegd)

272. Op 6 juni 2008 vindt er vervolgens een RCC-vergadering plaats waarin Mittler mededeelt dat de staat van onderhandelingen met Deutsche Bank een negatieve impact op de solvabiliteit heeft. Deze relevante informatie wordt echter niet gecommuniceerd in de RvB-vergadering die dezelfde dag plaatsvindt.²⁶⁹ Die avond stuurt Mittler een email aan de interne juriste van Fortis, mr. Quaetaert, waarin hij een plan probeert te smeden om uitstel te verkrijgen voor het aan de markt communiceren van dit slechte nieuws tot 4 augustus 2008 wanneer het halfjaarbericht van 2008 wordt gepubliceerd.²⁷⁰

273. Mr. Quaetaert stuurt op 7 juni 2008 een antwoord aan Mittler waarin zij stelt dat Fortis al enige weken te laat is met het verstrekken van koersgevoelige informatie met

²⁶⁷ Zie AFM Besluit 5 februari 2010, p.1.

²⁶⁸ Zie AFM Besluit 5 februari 2010, p.18 en 19.

²⁶⁹ Zie Onderzoeksrapport §§ 1786 en 1788.

²⁷⁰ Zie Onderzoeksrapport § 530.

betrekking tot de overeenkomst met Deutsche Bank in het kader van de EC Remedies en dat zij niet bereid is dit plan tot verder uitstel goed te keuren:²⁷¹

"Gilbert,

I fully see your point, but can hardly help.

1. From a legal and compliance point of view, you cannot wait until August 4, to announce a deal, which is virtually being made these days, and of which the main terms and conditions have been known for a few weeks now. In my view, we should already have announced the downside of the price and as soon as the SPA is signed, we must announce the price and effect on our solvency.

Consciously and artificially waiting until August 4, is misleading the public/the market and not disclosing price sensitive information, which is known by tens of people within Fortis and within AA (+ Denmark, [Deutsche Bank] of course). I dare to draw your attention to the responsibility you and the Board would incur in this respect.

(...)

I know this email will upset you because it does not help you solving a problem. Sorry for this, but I consider it as my duty, as general counsel, to warn you of the risks you may seem ready to take." [onderstreping toegevoegd].

274. Op 9 juni 2008 presenteert Mittler een solvabiliteitsplan in het ERCC waarin wordt uitgegaan van een aandelenemissie van EUR 3 miljard en geen dividenduitkering in contanten.²⁷² Op 10 juni 2008 verlaagt Merrill Lynch het advies voor Fortis van 'buy' naar 'neutral'. Op basis van deze afwaardering keldert de koers van het aandeel Fortis met 7,5%.²⁷³ Desalniettemin houdt Fortis voet bij stuk bij haar eerdere berichtgeving en communiceert Fortis die dag richting het beleggend publiek:²⁷⁴

"Als wij opnieuw capital instruments in de markt gaan zetten, zullen deze niet verwaterend zijn."

275. Onderzoekers menen dat de conclusie van Mittler in zijn solvabiliteitsplan haaks staat op de woorden die Fortis op 10 juni 2008 richting het beleggend publiek communiceert.²⁷⁵ De verklaring van de woordvoerder van Fortis wekt naar de mening van Onderzoekers een verkeerde voorstelling van zaken op.²⁷⁶
276. Op 14 juni 2008 verschijnt in De Telegraaf een artikel (zie hiervoor in § 138) waaruit blijkt dat Fortis met betrekking tot de verkoop van bepaalde onderdelen van ABN AMRO in het kader van de EC Remedies exclusief met Deutsche Bank onderhandelt en dat de verkoop aan Deutsche Bank zal leiden tot een dermate grote financiële tegenvaller dat de financiële doelstellingen voor 2008 niet gehaald zullen worden.²⁷⁷ Dit bericht wordt dezelfde dag op hoofdlijnen bevestigd door de AFM. De AFM concludeert op basis van deze berichtgeving dat Fortis de markt van een verkeerde stand van zaken op de hoogte heeft gebracht en dat van verder uitstel om de werkelijke gang van zaken bekend te maken, misleiding te duchten was.²⁷⁸

²⁷¹ Zie Onderzoeksrapport § 531.

²⁷² Zie Onderzoeksrapport § 1798.

²⁷³ Zie Onderzoeksrapport § 1801.

²⁷⁴ Zie Onderzoeksrapport § 1803.

²⁷⁵ Zie Onderzoeksrapport § 627.

²⁷⁶ Zie Onderzoeksrapport § 628.

²⁷⁷ Zie Onderzoeksrapport § 1827.

²⁷⁸ Zie Onderzoeksrapport § 538 waar verwezen wordt naar de Definitieve Onderzoeksrapportage van de AFM van 4 november 2009, pagina 71, zoals ook opgenomen in het AFM Besluit van 5 februari 2010.

277. De AFM heeft in het kader van deze misleidende berichtgeving op 5 februari 2010 Fortis S.A./N.V. en Fortis N.V. (thans Ageas S.A./N.V. en Ageas N.V.) ieder een boete opgelegd van EUR 144.000 wegens overtreding van artikel 5:59, eerste lid, Wft (thans artikel 5:25 (i) Wft). Dit besluit is gebaseerd op het feit dat Fortis heeft nagelaten te voldoen aan haar verplichting tot het onverwijld openbaar maken van koersgevoelige informatie in de zin van artikel 5:59, eerste lid, oud Wft (thans artikel 5:25 (i) Wft).²⁷⁹ Voor een verdere toelichting op artikel 5:25(i) Wft, zie hierna in § 6.2.

278. De AFM is van mening dat er vanaf 21 mei 2008 sprake is van koersgevoelige informatie bij Fortis omdat:²⁸⁰

“de voorwaarden en consequenties van de onderhandelingen met Deutsche Bank dusdanig kenbaar waren dat er op 21 mei 2008 sprake was van een situatie die bestond of waarvan redelijkerwijs mocht worden aangenomen dat zij zal ontstaan, namelijk de situatie om het bod van Deutsche Bank, in het kader van de EC Remedies, te aanvaarden. De informatie was derhalve op dat moment voldoende concreet. Bovendien waren de gevolgen van het bod op de solvabiliteit van Fortis op dat moment eveneens voldoende concreet.”

279. De AFM besluit echter de boete aan Fortis pas op te leggen op 14 juni 2008, zijnde de datum waarop Fortis geen beroep meer kon doen op uitstel van openbaarmaking van koersgevoelige informatie en waarop zij onverwijld een persbericht had moeten uitvaardigen waarmee de markt volledig en juist zou worden geïnformeerd, aldus de AFM.²⁸¹ Door dit na te laten was er vanaf die datum sprake van misleidende berichtgeving jegens het beleggend publiek.

280. Ook de Onderzoekers zijn met de AFM van mening dat vanaf 21 mei 2008 sprake is van koersgevoelige informatie met betrekking tot de EC Remedies.²⁸² Onderzoekers baseren hun conclusie op het feit dat:

“ (1) de omstandigheid dat grote negatieve solvabiliteitsconsequenties verbonden zijn aan het bod van Deutsche Bank (zie bijvoorbeeld de mails aan en van Mittler van 7 mei 2008 als ook de e-mail van Machenil van 18 mei 2008), (2) het feit dat op 21 mei 2008 exclusiviteit wordt verleend aan Deutsche Bank en (3) dat het ging om een take-it-or-leave-it-bod.”

(...)

Naar de mening van onderzoekers ontstaat een onjuist beeld bij beleggers door het achterhouden door Fortis van de grote negatieve solvabiliteitsconsequenties die verbonden zijn aan het bod van Deutsche Bank, in combinatie met de op 21 mei 2008 aan Deutsche Bank verleende exclusiviteit als ook het feit dat het ging om een take-it-or-leave-it bod.”²⁸³

281. Uit het voorgaande volgt dat Fortis in de periode van 27 januari 2008 t/m 14 juni 2008 steeds dezelfde misleidende informatie heeft verstrekt met betrekking tot haar solvabiliteitspositie, het plan ter uitvoering daarvan alsmede het dividend beleid. Fortis heeft consequent aangekondigd dat:

²⁷⁹ Zie AFM Besluit van 5 februari 2010, p. 1.

²⁸⁰ Zie AFM Besluit van 5 februari 2010, p. 38 en 39.

²⁸¹ Zie AFM Besluit van 5 februari 2010, p. 48.

²⁸² Zie Onderzoeksrapport § 551.

²⁸³ Zie Onderzoeksrapport § 556.

- (i) het dividendbeleid ongewijzigd zal blijven;
- (ii) de solvabiliteit 'op plan' is;
- (iii) er geen verdere aandelenemissie zal plaatsvinden;
- (iv) slechts niet-verwaterende kapitaalinstrumenten zullen worden uitgegeven;
- (v) enkel niet-strategische activa zullen worden verkocht.

282. Dat deze informatie misleidend en in strijd met de realiteit is, blijkt alleen al uit het feit dat reeds vanaf 16 januari 2008 intern bij Fortis bekend was dat er sprake was van een substantieel vermogenstekort dat steeds verder opliep. In tegenstelling tot hetgeen Fortis extern communiceerde was het bij Fortis vanaf januari 2008 reeds intern bekend dat het wel degelijk noodzakelijk was om vergaande (verwaterende) maatregelen te treffen om dit oplopende vermogenstekort verder te beperken en dat de financiële situatie bij Fortis gaandeweg steeds nijpender werd.

283. Dat deze nijpende situatie van Fortis eindelijk doordringt bij enkele bestuursleden, blijkt uit de paniekerige email die Lippens aan Votron stuurt in de nacht voor publicatie van het persbericht van 26 juni 2008:²⁸⁴

"(...) Five, in all due respect, you and your team (and may be me too...) will have to face HUGE and EXISTENTIAL issues for the future of Fortis in the next hours.

...

Good luck for tomorrow (today in fact), know that I totally support you and what has been decided, but know also that I have been rarely more SCARED for the future of Fortis."

284. De volgende ochtend, op 26 juni 2008, geeft Fortis in een persbericht met als titel "*Fortis versnelt uitvoering solvabiliteitsplan*" uiteindelijk openheid van zaken.²⁸⁵ Fortis kondigt in dit persbericht aan (i) een aandelenemissie van EUR 1,5 miljard, (ii) een schrapping van het interim dividend over 2008, alsmede (iii) een uitkering in aandelen van het dividend in 2008. Later die dag kondigt Fortis in een tweede persbericht aan dat de aangekondigde aandelenemissie van EUR 1,5 miljard is geplaatst.²⁸⁶

285. Op zijn zachtst gezegd kwam deze informatie als een donderslag bij heldere hemel voor het belegendend publiek. Uit dit persbericht volgt immers dat de solvabiliteit van Fortis helemaal niet 'op plan' en 'sterk' is maar dat er – in tegenstelling tot hetgeen consequent extern gecommuniceerd is – verstrekkende (verwaterende) maatregelen moeten worden getroffen om de vermogenspositie van Fortis te versterken. Dat het belegendend publiek zich misleid voelde, blijkt alleen al uit het feit dat de beurskoers van Fortis die dag met 19% daalt en dat Fortis diezelfde dag meer dan EUR 5 miljard van haar beurswaarde verliest.²⁸⁷

286. Zoals reeds aangegeven, had de RvB op 18 juni 2008 feitelijk al besloten tot een aandelenemissie en het schrappen van het dividend maar wilde de RvB de 'definitieve besluitvorming' hierover – zonder opgaaf van enige reden – uitstellen tot 25 juni 2008, de dag vóór uitgifte van het persbericht. De Onderzoekers zijn van mening dat Fortis direct na 18 en 19 juni 2008 onverwijld had moeten overgaan tot publicatie van deze besluiten, zoals uiteindelijk pas op 26 juni 2008 bekendgemaakt. Na eerdere geruststellende uitspraken over de solvabiliteit en het dividendbeleid heeft Fortis, aldus

²⁸⁴ Zie Onderzoeksrapport § 1917.

²⁸⁵ Zie Onderzoeksrapport § 1920.

²⁸⁶ Zie Onderzoeksrapport § 284.

²⁸⁷ Zie AFM Besluit van 5 februari 2010, p. 19.

Onderzoekers, informatie van substantieel belang achtergehouden en daarmee het belegend publiek misleid.²⁸⁸ De Onderzoekers houden hiervoor zowel de RvB als het ExCo verantwoordelijk.²⁸⁹

287. In het licht van het voorgaande staat vast dat Fortis in de periode van 27 januari 2008 tot aan de aandelenemissie op 26 juni 2008 in strijd heeft gehandeld met artikel 6:193a-j BW en artikel 6:194 BW door het stelselmatig doen van misleidende mededelingen richting de markt en het belegend publiek met betrekking tot haar solvabiliteitspositie, het solvabiliteitsplan ter uitvoering daarvan, alsmede het te voeren dividendbeleid. De AFM geeft in haar Besluit van 5 februari 2010 terecht aan dat de "maatman belegger" - gezien de geruststellende woorden van Votron en hetgeen daaraan voorafgaand extern herhaaldelijk was gecommuniceerd - er op kon en mocht vertrouwen dat er geen reden was om te twijfelen aan de berichtgeving van Fortis met betrekking tot haar solvabiliteit en dividendbeleid.²⁹⁰ Ook de Onderzoekers komen tot de conclusie dat er in de periode mei-juni 2008 niet één maar meerdere momenten zijn waarop de communicatie van Fortis met het belegend publiek gebreken vertoonde.²⁹¹

(iii) Misleidende mededelingen in de periode van 26 juni 2008 tot en met 26 september 2008

288. Uit het Onderzoeksrapport volgt dat de situatie voor Fortis na uitgifte van het persbericht van 26 juni 2008 steeds nijpender wordt.²⁹² Uit een meerderheid van de analistenrapporten die in juli 2008 zijn verschenen blijkt dat er twijfels bestaan over de vraag of de aandelenemissie van 26 juni 2008 wel voldoende was om de solvabiliteit van Fortis op pijl te houden.
289. Op 17 juli 2008 maakt Fortis in een persbericht bekend dat de ratings voor Fortis door drie ratingagencies naar beneden zijn bijgesteld. In het kader van informele aandeelhoudersvergaderingen en de publicatie van de halfjaarcijfers op 4 augustus 2008 benadrukt Fortis echter richting het belegend publiek dat, ondanks de onrust op de geld- en kapitaalmarkten, de vermogenspositie van Fortis "solide" is.²⁹³
290. Ook in augustus 2008 blijven de twijfels over het succes van de aandelenemissie bestaan. Uit de halfjaarcijfers van 4 augustus 2008 blijkt dat de winst van Fortis met 41% is gedaald²⁹⁴ en dat het effect van de verkoop van bepaalde onderdelen van ABN AMRO aan Deutsche Bank in het kader van de EC Remedies een negatief effect op het nettoresultaat zal hebben van maximaal EUR 900 miljoen.²⁹⁵
291. In september 2008 ontstaan steeds meer negatieve en kritische geluiden over Fortis in de markt. Uit het Onderzoeksrapport blijkt dat op dat moment de algemene perceptie bestaat dat Fortis een zwakke solvabiliteit kent en dat de verkoop van niet-core assets te traag gaat.²⁹⁶
292. Ook intern begint het bij meer bestuursleden door te dringen dat de solvabiliteit niet langer 'sterk' en 'op plan' is. Op 16 september 2008 sturen Bos en Machenil een memo aan Verwilt waarin zij de aandacht willen vestigen op (i) de verslechterde

²⁸⁸ Zie Onderzoeksrapport § 684.

²⁸⁹ Zie Onderzoeksrapport § 684.

²⁹⁰ Zie AFM Besluit van 5 februari 2010, p. 18.

²⁹¹ Zie Onderzoeksrapport § 629.

²⁹² Zie Onderzoeksrapport § 316.

²⁹³ Zie Onderzoeksrapport § 308.

²⁹⁴ Zie Onderzoeksrapport § 2029.

²⁹⁵ Zie Onderzoeksrapport § 2031.

²⁹⁶ Zie Onderzoeksrapport § 316.

solvabiliteitspositie van Fortis, (ii) dat Fortis in het derde kwartaal mogelijk een verlies zal leiden van EUR 1 miljard, (iii) dat er in het vierde kwartaal mogelijk afschrijvingen op de goodwill zullen plaatsvinden en (iv) dat Fortis daardoor niet meer aan de solvabiliteitsvereisten zal voldoen:²⁹⁷

"(...) Fortis' solvency plan is steadily losing its momentum and might miss its objective. Moreover, it might even be a little too late. Indeed the plan is getting delayed & solvency impact is reduced. Moreover we might need more than initially anticipated while the impact could come too late e.g. after a large part of the client franchise has left Fortis. This deterioration has been steadily building and has become more pressing given this weekend's news on Lehman and Ping An.

(...)

In Q3 we expect a EUR 1 billion loss. Moreover assuming no closure on Ping An and no EUR 0.5 billion capital raising, Q3 brings us close to a potential breach of regulatory capital targets. Leaving no buffer for further negative impacts.

In Q4, a potential goodwill impairment could lead to another quarterly loss and a potential breach of core equity targets."

293. Op 19 september 2008 vindt er een overleg plaats tussen Lippens, Verwilt en Mittler waarbij wordt gesproken over de noodzaak op zoek te gaan naar een strategische partner voor Fortis. Noch het ExCo, noch de RvB (behalve Lippens en Verwilt) wordt van deze zoektocht op de hoogte gesteld.
294. Op 24 september 2008 wordt in het ExCo bekend gemaakt dat Fortis zich in "code red" bevindt (er mag geen geld meer worden uitgeleend in de interbancaire markt). Deze relevante informatie wordt niet gecommuniceerd met de markt. De dag erna, op 25 september 2008, wordt Dierckx gebeld door Servais van de CBFA met de mededeling dat Fortis snel op zoek moet gaan naar een strategische partner en dat de liquiditeit er slecht voorstaat. Mittler spreekt die avond met Merrill Lynch over het mogelijk nationaliseren van Fortis.²⁹⁸
295. Op 26 september 2008 in de ochtend heeft Lippens telefonisch contact met Servais. Ook tijdens dit telefoongesprek benadrukt Servais dat het liquiditeitsprobleem van Fortis "verschrikkelijk" is en dat de liquiditeit "volledig opgedroogd" is.²⁹⁹ Er zal volgens Servais direct een strategische partner voor Fortis moeten worden gezocht omdat Fortis anders na het weekeinde niet meer zal bestaan. Volgens de Onderzoekers was het Lippens op dat moment duidelijk dat Fortis niet meer zelfstandig kon voortbestaan.³⁰⁰
296. Ondanks het feit dat intern bij bepaalde personen bekend is dat Fortis, kort gezegd, op de rand van de afgrond staat, wordt diezelfde ochtend op het intranet het volgende misleidende bericht geplaatst:³⁰¹

*"We hebben geen liquiditeitsproblemen
Fortis heeft geen liquiditeitsproblemen, zei Filip Dierckx, voorzitter van Fortis Bank, donderdag tegen televisiezender CNBC.*

²⁹⁷ Zie Onderzoeksrapport §§ 704 en 705.

²⁹⁸ Zie Onderzoeksrapport § 2174.

²⁹⁹ Zie Onderzoeksrapport § 2176.

³⁰⁰ Zie Onderzoeksrapport §756.

³⁰¹ Zie Onderzoeksrapport § 2194.

De CEO van Merchant Banking geeft aan dat Fortis zeer regelmatig contact heeft met toezichthoudende instanties, en dat deze vinden dat Fortis niet in problemen is. Volgens toezichthouders doen we het goed aldus Dierckx." (onderstreping toegevoegd)

Zoals blijkt uit bovenstaand bericht, gaat het hier om misleidende uitlatingen van Dierckx tegen de Amerikaanse televisiezender CNBC waardoor deze misleidende berichtgeving niet alleen intern maar ook extern een groot bereik heeft.

297. Diezelfde middag, op vrijdag 26 september 2008, publiceert Fortis een persbericht waarin onder meer dezelfde misleidende opmerkingen worden gedaan:³⁰²

"(...) Wij willen hier vooral de solide positie van de bank benadrukken.(...) De solvabiliteit van Fortis is solide en ligt ruim boven het wettelijk vereiste minimum."

298. Direct na uitgifte van het persbericht, waarvoor Verwilt als CEO verantwoordelijk is, houden Verwilt en Dierckx een persconferentie, gevolgd door een conference call voor analisten en beleggers. Hierover wordt op de website van Fortis onder meer gezegd dat de (lage) aandelenkoers van Fortis niet de waarde van de onderneming reflecteert en dat er geen sprake van is dat Fortis bankroet zal gaan. Voorts benadrukt Fortis dat zij nog steeds geld kan lenen in de markt en dat zij in staat is om voldoende financiering te verkrijgen.³⁰³

299. Deze berichtgeving staat haaks op hetgeen het bestuur diezelfde middag in een conference call constateert:³⁰⁴

"Further vigorous action is (...) urgently needed because at the end of this trading day there will be no more collateral available (for the interbank market on Monday). Hence, if there will be no transaction over the weekend, and the overnight interbank market would remain closed to Fortis, then Fortis will need to obtain additional liquidity support from the Belgian Central Bank."

300. Direct na de conference call doet Fortis een beroep op de Marginal Lending Facility bij de Nationale Bank van België tot een bedrag van EUR 5 miljard omdat de interbancaire markt voor Fortis niet meer toegankelijk is.

301. De Onderzoekers bevestigen in § 772 van het Onderzoeksrapport terecht dat de geruststellende woorden van het persbericht, de persconferentie en de conference call op 26 september 2008 "*schril afsteken bij de volgende feiten (en daarmee een verkeerde voorstelling van zaken geven dan wel opwekken)*:"

*1) de stortvloed van alarmerende boodschappen gericht aan Verwilt over de situatie waarin Fortis verkeert (vanaf het omvallen van Merrill Lynch en Lehman Brothers);
2) de negatieve ontwikkelingen van de liquiditeitspositie van Fortis sinds circa midden september 2008, culminerend in de 'code red' vanaf woensdag 24 september 2008;*

³⁰² Zie Onderzoeksrapport § 2198 en zie voor het hele citaat § 167.

³⁰³ Zie Onderzoeksrapport § 2212 en zie voor de volledige berichtgeving § 169.

³⁰⁴ Zie Onderzoeksrapport § 2217.

3) het verzoek van de CBFA op deze vrijdagochtend 26 september 2008 om een strategische partner te zoeken omdat de CBFA vreest dat Fortis het weekeinde niet zal halen; alsmede het halsoverkop openen van data rooms hiertoe;

4) de deal met Ping An, die naar alle waarschijnlijkheid niet meer doorgaat;

5) de verwachting van Fortis van een verlies van meer dan EUR 1 miljard in het 3^e kwartaal, zoals Dierckx in de brief van 23 september 2008 aan de CBFA in het kader van KGI [koersgevoelige informatie] heeft aangegeven, als ook de mogelijkheid dat per eind 3^e kwartaal 2008 er, ook los van buffers die samenhangen met de integratie van onderdelen van ABN Amro, geen solvabiliteitsbuffer meer bestaat;

6) de mogelijkheid dat een goodwill impairment in het 4^e kwartaal 2008 eveneens kan leiden tot een verlies in het 4^e kwartaal, met als gevolg een mogelijke 'breach of core equity targets'."

302. De Onderzoekers concluderen op basis van het bovenstaande dat de feiten en omstandigheden waar Fortis op vrijdag 26 september 2008 in verkeert als koersgevoelige informatie zijn aan te merken.³⁰⁵ Fortis heeft op die dag uitgebreid informatie verspreid die verregaand ontoereikend en incompleet was. De Onderzoekers vinden deze gang van zaken onder de verantwoordelijkheid van het ExCo onbegrijpelijk en onverdedigbaar. Voorts begrijpen de Onderzoekers niet waarom Lippens bij deze gang van zaken niet betrokken is geweest dan wel zich heeft laten betrekken, aangezien hij wel had horen zeggen dat een persbericht werd voorbereid.³⁰⁶ Op het punt van de koersgevoelige informatie zal nader worden ingegaan in § 6.2 bij de behandeling van artikel 5:25(i) Wft.

303. Vervolgens maakt Fortis pas op 30 september 2008 bekend dat zij verwacht de joint venture voor vermogensbeheer met Ping An niet te kunnen voltooien, terwijl zij in ieder geval reeds op 24 september 2008 op de hoogte was van het feit dat de kans van slagen van de Ping An deal minimaal was en dat daarmee de benodigde versterking van de solvabiliteit uit zou blijven. Kloosterman zegt hier immers over in het ExCo van 24 september 2008:³⁰⁷

"...it is clear that no closing is likely to take place on the Ping An transaction"

304. De Onderzoekers bevestigen dat Fortis in de periode tussen 24 september en 30 september 2008 ten aanzien van de Ping An transactie een onjuiste indruk bij het belegend publiek heeft gewekt:³⁰⁸

"Naar de mening van onderzoekers had Fortis uiterlijk op 24 september 2008 zijn kennis omtrent de Ping An overeenkomst onverwijld met de markt moeten delen. Dit omdat Fortis op 7 augustus 2008 hier nog geruststellende woorden over had gesproken. Door te wachten met publicatie van deze informatie na 24 september 2008 heeft Fortis, naar de mening van onderzoekers, in de dagen tussen 24 en 30 september 2008 een onjuiste indruk bij het belegend publiek gewekt. Onderzoekers concluderen ook dat zonder de forse interventie van Kloosterman Fortis nog langer gewacht zou hebben met publicatie van deze informatie."

³⁰⁵ Zie Onderzoeksrapport § 773.

³⁰⁶ Zie Onderzoeksrapport § 776.

³⁰⁷ Zie Onderzoeksrapport § 570.

³⁰⁸ Zie Onderzoeksrapport § 577.

305. Door het vertrek van Verwilt was er in de periode van 20 september 2008 tot en met 25 september 2008 geen uitvoerend lid van de RvB dat leiding gaf aan Fortis.³⁰⁹ Verwilt keert slechts voor een paar uur terug op vrijdag 26 september 2008 en is op het moment van uitbrengen van het persbericht het enige uitvoerend lid van de RvB. Hij is ook het enige lid van de RvB dat het persbericht heeft goedgekeurd. Hieruit blijkt dat in de meest cruciale periode van haar geschiedenis een daadkrachtig leider bij Fortis ontbrak waardoor er sprake was van een steeds grotere mate van stuurloosheid binnen de vennootschap.
306. De Onderzoekers merken ten aanzien van de stuurloosheid van Fortis in de periode van 15 september tot en met 26 september 2008 op dat:³¹⁰

“Deze ziekte en uitval van Verwilt heeft ertoe geleid dat Fortis stuurloos was gedurende, wat is gebleken, (het begin van) de meest bedreigende periode in haar geschiedenis. Daaraan is deels debet dat Lippens, die als enige wist dat Verwilt niet binnen enkele dagen zou terugkeren, weliswaar de vervanging van Verwilt door Dierckxs ter hand is gaan nemen, maar niet in overige zin zich – naar binnen en naar buiten – een zichtbaar en krachtig leider heeft getoond in die periode. Ook heeft Lippens kennelijk niet de noodzaak gevoeld om onmiddellijk na de uitval van Verwilt een RvB bijeen te roepen, in persoon of per conference call, teneinde het vacuüm te doen vullen. Onderzoekers menen dat daartoe voldoende aanleiding bestond.

(...)

In tegenstelling tot het krachtige optreden dat noodzakelijk was om de kans te verkleinen dat Fortis in verdere moeilijkheden zou komen te verkeren, heeft Fortis in de dagen voorafgaand en op 26 september 2008 weinig doeltreffend, in feite paniekerig en niet samenhangend, geopereerd. Daarbij is (...) op een wijze met de buitenwereld gecommuniceerd die, wat betreft de feitelijke inhoud van die communicatie, niet anders dan als verregaand ontoereikend kan worden aangemerkt. Hoe begrijpelijk dit in de uitzonderlijke omstandigheden van het geval ook genoemd zou kunnen worden, onderzoekers menen dat zij daaraan toch bezwaarlijk – in het kader van een beoordeling van de Fortis-governance – een goedkeurend oordeel kunnen verbinden, temeer nu derden (aandeelhouders) hiervan, zo nemen onderzoekers aan, het slachtoffer zijn geworden. Dat wordt niet fundamenteel anders in het geval de CBFA duidelijk te kennen zou hebben gegeven dat een ‘geruststellend’ persbericht geboden zou zijn (hierover hebben onderzoekers geen zekerheid kunnen verkrijgen). Bij een en ander speelt een rol dat het gebrek aan leiding in de gehele periode vanaf 15 september tot en met 26 september aan niemand anders dan Fortis zelf verwijtbaar, althans toerekenbaar, kan zijn. Onderzoekers hebben niet kunnen vaststellen dat door leden van de RvB in deze periode contact is gezocht met Lippens en/of Verwilt, met uitzondering van Hessels die Lippens (meerdere malen) heeft gebeld. Onderzoekers vinden dit gebrek aan contact tussen Verwilt en/of Lippens enerzijds en vrijwel alle leden van de RvB anderzijds, niet begrijpelijk, in aanmerking genomen de voor een ieder duidelijk dreigende situatie voor financiële instellingen in het algemeen en, in nog sterkere mate, voor Fortis, ten aanzien van wie reeds vertrouwenserosie was opgetreden.” [onderstreping toegevoegd].

307. Het feit dat de acute nood waarin Fortis zich op vrijdag 26 september 2008 bevindt als een verrassing kwam voor alle leden van de RvB, neemt volgens de Onderzoekers niet

³⁰⁹ Zie Onderzoeksrapport § 903.

³¹⁰ Zie Onderzoeksrapport §§ 960 en 961.

de verplichting weg van de individuele bestuursleden om op eigen initiatief informatie in te winnen naar de toestand van Fortis gezien de heersende financiële crisis:³¹¹

“Aan de RvB-leden kan worden toegegeven, dat Verwilt, die als CEO en op dat moment als enig uitvoerend lid van de RvB verantwoordelijk was voor de informatievoorziening aan de RvB, en Lippens als voorzitter, die in ieder geval in grote lijnen wel op de hoogte was, op hun beurt geen initiatieven hebben genomen tot het informeren van de RvB en het initiëren van een tussentijdse vergadering. Dat neemt naar het oordeel van de onderzoekers echter niet weg dat het niet goed valt te begrijpen, gezien de om zich heen grijpende crisis in de financiële markten waar toch een alarmerend effect vanuit moet zijn gegaan, waarom de leden van de RvB (met uitzondering van Hessels) niet op eigen initiatief hebben geïnformeerd naar de toestand van Fortis en op een vergadering hebben aangedrongen. Daaraan doet niet af dat achteraf de vraag kan worden gesteld of dit voor het verloop van de gebeurtenissen enig verschil zou hebben gemaakt.”

308. Uit het voorgaande volgt dat in de periode voorafgaand aan 26 september 2008 volgens Onderzoekers sprake is van een gebrek aan daadkrachtig leiderschap en ‘verregaande ontoereikende communicatie’ richting het belegend publiek waarvan nota bene de aandeelhouders het slachtoffer zijn. Hetgeen intern bij bepaalde personen in die periode bekend was ten aanzien van de opgedroogde liquiditeit, het niet doorgaan van de Ping An transactie en de impact daarvan op de solvabiliteit, het zoeken naar een strategisch partner, alsmede de intern afgegeven “code red”, staat haaks op de ‘geruststellende’ externe berichtgeving over een ‘solide positie van de bank’, en een ‘solide solvabiliteit en liquiditeit’. Het feit dat bepaalde bestuurders niet op de hoogte waren van de alarmerende stand van zaken, doet aan het voorgaande niet af; zij hadden immers de plicht om op eigen initiatief informatie in te winnen. De Onderzoekers concluderen dan ook terecht dat voornoemd gebrek aan leiding geheel aan Fortis zelf kan worden toegerekend.
309. In het licht van het voorgaande staat vast dat Fortis ook in de periode van 26 juni 2008 tot en met 26 september 2008 in strijd heeft gehandeld met artikel 6:193a-j BW en artikel 6:194 BW door het stelselmatig doen van misleidende mededelingen richting de markt en het belegend publiek met betrekking tot haar nijpende solvabiliteitspositie, de negatieve impact op de solvabiliteit van het niet doorgaan van de Ping An transactie en de opgedroogde liquiditeit. Terwijl Fortis op de rand van de afgrond stond heeft zij extern stelselmatig gecommuniceerd dat de solvabiliteit van Fortis nog steeds ‘solide’ is en dat er bij Fortis geen liquiditeitsprobleem is ondanks een intern afgegeven ‘code red’. Deze onjuiste en onvolledige mededelingen zijn van voldoende materieel belang om de “maatman belegger” te kunnen misleiden. Door deze misleidende berichtgeving openbaar te maken en vervolgens niet te corrigeren, heeft Fortis ook in de periode van 26 juni 2008 tot en met 26 september 2008 richting het belegend publiek onrechtmatig gehandeld.
310. Tenslotte wijst de Stichting in dit verband nog op het feit dat Fortis in het persbericht van 29 september 2008, waarin zij de transactie met de Benelux overheden aankondigt (zie hierboven in § 175), tevens bekend maakt dat zij in het derde kwartaal van 2008 verwacht een bedrag van EUR 5 miljard te moeten afschrijven.³¹² Deze informatie staat haaks op de ‘geruststellende’ woorden van Fortis in het persbericht van 26 september 2008. Zoals reeds aangegeven in § 177, hebben Onderzoekers kunnen vaststellen dat

³¹¹ Zie Onderzoeksrapport § 127.

³¹² Zie Onderzoeksrapport § 2328.

een tweetal posten waaruit het bedrag van EUR 5 miljard is opgebouwd niets te maken heeft met de transactie met de Benelux overheden³¹³ en in ieder geval al op 26 september 2008 binnen Fortis bekend moeten zijn geweest.³¹⁴ Deze vaststelling versterkt, aldus de Onderzoekers, de conclusie dat Fortis onder de directe verantwoordelijkheid van het ExCo op 26 september 2008 onjuiste en onvolledige informatie heeft verspreid aan het beleggend publiek en de markt.³¹⁵

6.2 Aansprakelijkheid van Fortis wegens het niet voldoen aan de verplichtingen van de artikelen 5:13, 5:20, 5:25 (i) en 5:58 lid 1d Wet op het Financieel Toezicht

Artikel 5:13 Wft

311. Artikel 5:13 Wft bepaalt dat het prospectus die gegevens moet bevatten die van belang zijn voor het vormen van een verantwoord oordeel over het vermogen, de financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van de uitgevende instelling en de eventuele garant en de rechten die aan deze effecten verbonden zijn.
312. Artikel 6:193f, sub f, BW bestempelt de algemene informatie die op grond van artikel 5:13 Wft vermeld moet worden, als essentiële informatie. Indien deze informatie ontbreekt in het prospectus, is er per definitie sprake van een misleidende omissie in de zin van artikel 6:193d lid 2 BW. Voor wat betreft artikel 6:194 BW geldt dat indien sprake is van een misleidend prospectus in de zin van artikel 6:194 BW, er per definitie sprake is van overtreding van de norm van artikel 5:13 lid 1 Wft.³¹⁶
313. In § 6.1 onder (i) is uitvoerig besproken en onderbouwd dat Fortis (met name) in de maanden augustus en september 2007 in strijd heeft gehandeld met de artikelen 6:193a-j en 6:194 BW door het doen van misleidende mededelingen richting de markt en het beleggend publiek. Fortis heeft in het Prospectus onjuiste en onvolledige mededelingen gedaan die van voldoende materieel belang zijn om de "maatman belegger" te kunnen misleiden. Door deze mededelingen openbaar te maken door middel van publicatie van het Prospectus op 25 september 2007, dan wel deze mededelingen niet (tijdig) te corrigeren, heeft Fortis richting het beleggend publiek onrechtmatig gehandeld.
314. Nu vaststaat dat Fortis in strijd heeft gehandeld met de artikelen 6:193a-j BW en 6:194 BW door het doen van misleidende mededelingen in het Prospectus, staat daarmee tevens vast dat Fortis niet heeft voldaan aan haar verplichting tot het vermelden van de essentiële informatie in het Prospectus als bedoeld in artikel 5:13 Wft.
315. De prospectusrichtlijn,³¹⁷ welke richtlijn is geïmplementeerd in de Wft, geeft gedetailleerde voorschriften met betrekking tot de inhoud en de samenstelling van het prospectus. Uit de considerans³¹⁸ van de richtlijn volgt dat de richtlijn en de maatregelen ter uitvoering daarvan ten doel hebben de beleggers te beschermen. Indien materieel rechtelijke bepalingen uit de Wft (die voortvloeien uit de

³¹³ Zie Onderzoeksrapport § 786.

³¹⁴ Zie Onderzoeksrapport § 787.

³¹⁵ Zie Onderzoeksrapport § 788.

³¹⁶ Zie K. Frielink, *Aansprakelijkheidsvragen rond het prospectus; van Groningen tot Rome II*, in: Tijdschrift voor Financieel Recht, nr. 7/8 – juli/augustus 2009. Het omgekeerde hoeft in dit geval overigens niet het geval te zijn.

³¹⁷ Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003, PB L 345/64.

³¹⁸ Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003, PB L 345/64.

prospectusrichtlijn) worden overtreden, leidt dit derhalve tot een onrechtmatig handelen jegens de beleggers in de zin van artikel 6:162 BW.

316. De Hoge Raad heeft in de World Online uitspraak in het licht van de considerans van de prospectusrichtlijn uitdrukkelijk overwogen dat de essentiële informatie die op grond van artikel 5:13 Wft moet worden opgenomen in het prospectus strekt ter bescherming van zowel particuliere als institutionele beleggers.³¹⁹

"Gelet op deze bepalingen [de artikelen 4 en 8 lid 2 Fondsenreglement] en op de considerans van de richtlijn [(inmiddels ingetrokken) richtlijn 80/390/EEG], is met deze eisen onder meer beoogd de positie van (potentiële) beleggers te beschermen, waarbij geen onderscheid wordt gemaakt tussen particuliere en professionele beleggers. Door die bescherming hebben beleggers – zoals nadien is geëxpliciteerd in de considerans van de richtlijnen 2001/34/EG en 2003/71/EG – een groter vertrouwen in de effectenmarkt en wordt de goede werking van de markt verzekerd. Daarom mogen aan de naleving van de richtlijnen en daarop gebaseerde nationale regels strenge eisen worden gesteld.

Het voorgaande geldt met ingang van 1 januari 2007 evenzeer met betrekking tot de voor het prospectus geldende regels ingevolge art. 5:13 wet op het financieel toezicht (Wft), in welke wet de nieuwe prospectusrichtlijn 2003/71/EG thans is geïmplementeerd."

317. Uit het voorgaande volgt dat Fortis door onjuiste en onvolledige informatie in het Prospectus te communiceren richting de beleggers in strijd met artikel 5:13 Wft heeft gehandeld. Aangezien artikel 5:13 Wft strekt ter bescherming van de beleggers, leidt overtreding van dit artikel tot een onrechtmatig handelen van Fortis jegens de beleggers in de zin van artikel 6:162 BW.

Artikel 5:20 Wft

318. Artikel 5:20 Wft bevat een verbod op het doen van mededelingen vlak voor de beursgang die niet in overeenstemming zijn met het prospectus. Zoals reeds aangegeven in § 201 heeft de Hoge Raad de reikwijdte van artikel 6:194 BW uitgebreid naar mededelingen van de uitgevende instelling die weliswaar buiten het prospectus, maar wel in verband met het aanbieden van effecten zijn gedaan. Deze uitbreiding van de prospectusaansprakelijkheid sluit aan bij de tekst van artikel 5:20 Wft.
319. In deze dagvaarding is uitvoerig geciteerd uit persberichten, notulen, en andere publieke uitlatingen van Fortis waaruit onmiskenbaar blijkt dat Fortis stelselmatig misleidende mededelingen heeft gedaan richting de markt en het beleggend publiek vlak voor (en na) het aanbieden van effecten die niet in overeenstemming zijn met het Prospectus. Daarmee staat vast dat Fortis het verbod van artikel 5:20 Wft heeft geschonden.
320. De grondslag van artikel 5:20 Wft is gelegen in artikel 15 van de prospectusrichtlijn.³²⁰ Zoals reeds aangegeven heeft de prospectusrichtlijn - en daarmee artikel 5:20 Wft -

³¹⁹ HR 27 november 2009, 07/11104; LJN BH2162, JOR 2010/43, r.o.4.10.1

³²⁰ Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003, PB L 345/64.

tot doel bescherming van de beleggers zodat overtreding van artikel 5:20 Wft leidt tot een onrechtmatig handelen jegens de beleggers in de zin van artikel 6:162 BW.³²¹

Artikel 5:25(i) Wft

321. Op grond van artikel 5:25(i) Wft is Fortis verplicht om koersgevoelige informatie die op haarzelf betrekking heeft, onverwijld openbaar te maken.³²² Onder koersgevoelige informatie wordt verstaan *"informatie waarvan een redelijk handelend belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissing ten dele op te baseren."*³²³ De verplichting tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie wordt door de wetgever aangemerkt als een preventieve maatregel ter voorkoming van het gebruik van voorwetenschap; de uitgevende instelling moet het belegend publiek zo spoedig mogelijk op de hoogte stellen van koersgevoelige informatie om dit gebruik van voorwetenschap daarmee zoveel mogelijk te beperken.³²⁴
322. De grondslag van artikel 5:25(i) Wft is gelegen in artikel 6 lid 1 t/m 3 van de richtlijn marktmisbruik.³²⁵ In de considerans van deze richtlijn is onder meer bepaald dat aan beleggers *"een op hun situatie toegesneden niveau van openbaarmaking en bescherming [moet] worden geboden."*
323. Zoals hierboven reeds in de §§ 230 e.v. en 269 e.v. is uiteengezet, heeft de AFM Fortis S.A./N.V. en Fortis N.V. ieder tot tweemaal toe een boete opgelegd van EUR 144.000 wegens het niet tijdig openbaar maken van koersgevoelige informatie in de zin van artikel 5:25(i) Wft met betrekking tot respectievelijk (i) de transactie met Deutsche Bank in het kader van de EC Remedies, en (ii) de berichtgeving met betrekking tot de subprime gerelateerde blootstelling van Fortis in 2007. Voorts is de Stichting met de Onderzoekers van mening dat ook de informatieverstrekking ten aanzien van (het niet vermelden van) de *'drop dead'* datum in de overeenkomst met Ping An alsmede (het verzwijgen van) het mogelijk niet doorgaan van de Ping An overeenkomst, in strijd is met artikel 5:25(i) Wft:

*"Onderzoekers zijn van mening dat, waar mogelijk aanvankelijk geen sprake is van KGI [koersgevoelige informatie] omtrent de aanwezigheid van deze clause [de 'drop dead' datum, toev. Advocaat] in het contract met Ping An, naar mate de tijd vorderde vanaf 2 april 2008 het belang toenam om deze clause met de markt te delen."*³²⁶

"Onderzoekers zijn van mening dat zo er niet reeds op 19 september 2008 dan toch in ieder geval op 24 september 2008 sprake was van KGI met

³²¹ Zie hierboven in § 307, als ook S.E. Eisma, *Het doel van de Wft: een juridische benadering*, in: *Onderneming en Financieel Toezicht*, serie *Onderneming en Recht* deel 40: "Vrijwel alle materieel rechtelijke bepalingen van de Wft zijn uiteindelijk terug te brengen tot de wens om beleggers te beschermen (...). De bescherming van de belegger wordt gezocht in het beschikbaar stellen van informatie."

³²² Richtlijn 2003/124/EG omschrijft koersgevoelige informatie als *"informatie waarvan een redelijk handelend belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren."* Zie artikel 1 lid 2 van richtlijn 2003/124/EG, L 339/70 en Onderzoeksrapport § 345.

³²³ Zie artikel 1 lid 2 van richtlijn 2003/124/EG, L 339/70 en Onderzoeksrapport § 345.

³²⁴ Uit: *Regels ter voorkoming van marktmisbruik* van G.T.J. Hoff, *Onderneming en financieel toezicht*, serie *onderneming en recht*, deel 40, Kluwer Deventer 2007; Kamerstukken II, 2004/05, 29827, nr. 3, p.12.

³²⁵ Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik).

³²⁶ Zie Onderzoeksrapport § 575.

betrekking tot het mogelijk niet doorgaan van de Ping An overeenkomst. Op deze dag was de informatie hieromtrent voldoende concreet. Tevens betreft het hier een voor Fortis belangrijke transactie in het kader van zijn solvabiliteitsplanning.”³²⁷

“Naar de mening van onderzoekers had Fortis uiterlijk op 24 september 2008 zijn kennis omtrent de Ping An overeenkomst onverwijld met de markt moeten delen. Dit omdat Fortis op 7 augustus 2008 hier nog geruststellende woorden over had gesproken. Door te wachten met publicatie van deze informatie na 24 september 2008 heeft Fortis, naar de mening van onderzoekers, in de dagen tussen 24 en 30 september 2008 een onjuiste indruk bij het beleggend publiek gewekt. Onderzoekers concluderen ook dat zonder de forse interventie van Kloosterman Fortis nog langer gewacht zou hebben met publicatie van deze informatie.”³²⁸

324. De Onderzoekers concluderen daarnaast nog terecht in § 4.3.4. van het Onderzoeksrapport dat het kennisniveau van de Bestuurders met betrekking tot (het al dan niet melden van) koersgevoelige informatie op zijn zachts gezegd onder de maat was:

“Onderzoekers zijn van mening dat de kennis van senior Fortis-functionarissen, aangaande (de noodzaak van het al of niet melden van) KGI [koersgevoelige informatie] casu quo de eisen om tot uitstel van openbaarmaking van KGI over te gaan, niet op een niveau lag dat daaraan van een vooraanstaande beursgenoteerde financiële instelling verwacht mag worden. Onder meer Mittler heeft in het wederhoorproces laten weten dat de juridische afdeling er onder meer voor is om de Fortis-bestuurders dienaangaande te adviseren en dat die bestuurders daar dan in de regel op af mogen gaan. Onderzoekers wijzen in dit kader op diverse situaties waarbij binnen Fortis werd afgeweken van ter zake relevante zienswijzen van Fortis-juristen (...) en menen minst genomen te kunnen persisteren.”

325. In het licht van het voorgaande staat vast dat Fortis in strijd met artikel 5:25(i) Wft heeft gehandeld. Aangezien de richtlijn marktmisbruik³²⁹ en daarmee artikel 5:25(i) Wft strekt ter bescherming van de beleggers, leidt overtreding van dit artikel tot een onrechtmatig handelen van Fortis jegens de beleggers in de zin van artikel 6:162 BW.

Artikel 5:58, eerste lid, onderdeel d Wft

326. Artikel 5:58, eerste lid, onderdeel d Wft bevat een verbod op marktmanipulatie: het is verboden om informatie te verspreiden waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van financiële instrumenten, terwijl de verspreider van die informatie weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat die informatie onjuist of misleidend is. De grondslag van artikel 58 Wft is gelegen in artikel 5 van de richtlijn marktmisbruik.³³⁰

³²⁷ Zie Onderzoeksrapport § 576.

³²⁸ Zie Onderzoeksrapport § 577.

³²⁹ Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik).

³³⁰ Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik).

327. Zoals reeds in § 262 is uiteengezet, heeft de AFM Fortis S.A./N.V. en Fortis N.V. ieder een boete opgelegd van EUR 144.000 wegens overtreding van artikel 5:58, eerste lid, onderdeel d Wft gebaseerd op het feit dat Votron tijdens een presentatie op 5 juni 2008 misleidende mededelingen heeft gedaan richting de markt en het beleggend publiek.
328. Reeds voorafgaande aan de uitlatingen van Votron heeft Fortis in de periode vanaf 27 januari 2008 tot aan de aandelenemissie van 26 juni 2008 stelselmatig het beleggend publiek misleid door het doen van misleidende mededelingen met betrekking tot haar solvabiliteitspositie, het solvabiliteitsplan ter uitvoering daarvan, alsmede het te voeren dividend beleid.³³¹ De AFM verwijst ook in haar Besluit van 5 februari 2010 naar deze misleidende berichtgeving en plaatst de opgelegde boete in die context.³³² Ook Onderzoekers komen tot de conclusie dat er in de periode mei-juni 2008 "*niet een maar meerdere momenten zijn waarop de communicatie van Fortis met het beleggend publiek gebreken vertoonde.*"³³³
329. Hiermee staat vast dat Fortis ten aanzien van haar (misleidende) communicatie met de markt en het beleggend publiek in de periode vanaf 27 januari 2008 tot en met 26 juni 2008, althans in ieder geval in de periode mei-juni 2008, in strijd heeft gehandeld met artikel 5:58 eerste lid, onderdeel d Wft. De stichting is met de Onderzoekers³³⁴ van mening dat ook de informatieverstrekking voorafgaande aan en op vrijdag 26 september 2008 in strijd is met artikel 5:58, eerste lid, onderdeel d Wft. Aangezien de richtlijn marktmisbruik en daarmee artikel 5:58, eerste lid, onderdeel d Wft strekt ter bescherming van de beleggers, leidt overtreding van dit artikel tot een onrechtmatig handelen van Fortis jegens de beleggers in de zin van artikel 6:162 BW.³³⁵

6.3 Aansprakelijkheid van Fortis wegens het niet inroepen van de 'MAC'-clausule

De Mac-clausule

330. Alvorens het bod van het Consortium onvoorwaardelijk zou worden moest er aan een aantal (preconditionele) voorwaarden zijn voldaan of moest hiervan door partijen afstand van worden gedaan voor het verstrijken van de biedingsperiode (5 oktober 2007). Eén van deze voorwaarden was de MAC-clausule in de CSA (Consortium and Shareholders Agreement) ten aanzien van de RFS Holding B.V.. Deze clausule hield in dat er zich geen "*material adverse change*" - ofwel geen substantiële verandering - diende voor te doen bij ABN AMRO, RFS Holdings, Fortis, RBS of Santander.³³⁶ De MAC clausule geldt ook voor het "*underwriting commitment*" van Merrill Lynch.³³⁷
331. In het Biedingsbericht wordt de "MAC-clausule als volgt gedefinieerd:³³⁸

³³¹ Zie hierboven § 273.

³³² Zie AFM Besluit van 5 februari 2010 p. 18 en 19.

³³³ Zie Onderzoeksrapport § 629.

³³⁴ Zie Onderzoeksrapport §§ 772 en 773.

³³⁵ Zie hierboven in § 307 als ook S.E. Eisma, *Het doel van de Wft: een juridische benadering*, in: Onderneming en Financieel Toezicht, serie Onderneming en Recht deel 40: "Vrijwel alle materieel rechtelijke bepalingen van de Wft zijn uiteindelijk terug te brengen tot de wens om beleggers te beschermen (...). De bescherming van de belegger wordt gezocht in het beschikbaar stellen van informatie."

³³⁶ Zie Onderzoeksrapport § 1367.

³³⁷ Zie onderzoeksrapport § 172.

³³⁸ Zie p. 17 en 62 van het Biedingsbericht.

"any event, events or circumstance that results or could reasonably be expected to result in a material adverse effect on the business, cash flow, financial or trading position, assets, profits, operational performance, capitalization, prospects or activities of any Fortis, (....., taken as a whole)." (onderstreping toegevoegd)

332. Door het gebruik van de termen "any event, events or circumstance" is de MAC-clausule zeer ruim geformuleerd en kunnen ook meer algemene situaties als veranderingen in de algemene economische, financiële of marktcondities onder deze definitie vallen.
333. Voorts valt op dat bij de definitie nadrukkelijk is uitgegaan van de situatie dat zich een 'material adverse change' zou kunnen voordoen bij Fortis of bij één van de andere Consortium partners. Het is niet gebruikelijk dat een kopende partij een MAC-clausule kan inroepen in het geval van een MAC-situatie bij de koper zelf. Normaliter heeft de MAC-situatie betrekking op de doelvennootschap – in dit geval ABN AMRO – of wordt er gebruik gemaakt van een 'market-MAC' welke ziet op een MAC-situatie binnen een specifieke markt.

Verslechterende omstandigheden op de financiële markt

334. Vanaf juli 2007 beginnen de eerste signalen van de kredietcrisis zich af te tekenen.³³⁹ Gezien de onrust die is ontstaan en de verder verslechterende omstandigheden op de financiële markt, blijkt in de maanden daarna dat het bod van het Consortium, ruim EUR 38,- per aandeel ABN AMRO, te hoog is. Het is in die periode dat men zich bij Fortis aan het beraadslagen is over de optie tot het inroepen van de MAC-clausule of om over te gaan tot verlaging van het bod. Tijdens het ExCo van 28 augustus 2007 heeft Mittler voor het eerst de optie tot het inroepen van de MAC-clausule dan wel de optie om de prijs te verlagen opgemerkt.³⁴⁰ Ook tijdens de RvB-vergadering van 5 september 2007 komt de MAC-clausule veelvuldig aan de orde en realiseert de Board zich dat dit een 'delicaat issue' is.³⁴¹
335. Fortis besluit dan ook op dat moment zich zowel intern als extern – door Merrill Lynch en De Brauw - te laten adviseren over de optie tot het inroepen van de MAC-clausule en de eventuele gevolgen die daar aan verbonden zijn.
336. De Stichting merkt hierbij op dat de discussie omtrent het al dan niet inroepen van de MAC-clausule die zich binnen (het bestuur van) Fortis afspeelt op geen enkele wijze wordt gecommuniceerd met het beleggend publiek. De (potentiële) aandeelhouders en beleggers van Fortis zijn derhalve niet op de hoogte van het feit dat er intern gesproken wordt over het mogelijk niet doorgaan van de overname van ABN AMRO, terwijl deze informatie voor beleggers van belang is bij het nemen van hun beleggingsbeslissing.
337. Uit een interne Fortis notitie van 6 september 2007³⁴² blijkt dat Fortis - als één van de drie Consortium partners - een vetorecht heeft om te voorkomen dat het bod van het Consortium onvoorwaardelijk wordt. Ingevolge de CSA van RFS Holdings B.V. zou het bod namelijk pas onvoorwaardelijk worden op het moment dat een 'Super Board Majority' (zijnde een meerderheid waarbij ten minste één van de twee bestuurders van

³³⁹ De Nederlandsche Bank NV, *In het spoor van de crisis: Achtergronden bij de financiële crisis*, 2010, p. 17 e.v.

³⁴⁰ Zie Onderzoeksrapport § 1440.

³⁴¹ Zie Onderzoeksrapport § 1465.

³⁴² Zie Onderzoeksrapport § 1469 en § 92 hierboven voor een uitgebreid citaat.

iedere Consortium partner voor stemt) het besluit neemt het bod onvoorwaardelijk te verklaren. Op het moment dat een dergelijk besluit moest worden genomen door het bestuur van RFS Holdings B.V., hadden de bestuurders van Fortis de optie zich te onthouden van stemming door te wijzen op een MAC-situatie bij Fortis en derhalve de MAC-clausule in te roepen. Het effect hiervan zou zijn geweest dat er geen Super Board Majority was voor het besluit om het bod onvoorwaardelijk te verklaren waardoor op 5 oktober 2007 het bod van het Consortium zou zijn komen te vervallen.

338. Op 11 september 2007 publiceert het NRC Handelsblad een artikel over de toenemende onrust rond het bod op ABN AMRO.³⁴³ De krant bericht dat in de ochtend van 11 september 2007 de koers van ABN AMRO EUR 33,64 per aandeel was (tegenover het bod van EUR 38,- per aandeel).
339. Binnen Fortis nemen de signalen toe dat zij nog niet gebonden is aan de transactie en dat zij de mogelijkheid heeft om de MAC-clausule in te roepen. Tijdens het ExBo van 11 september 2007 geeft De Boeck aan dat vanuit een juridisch perspectief Fortis zich nog steeds kan terugtrekken door het inroepen van de MAC-clausule en niet gebonden is aan de transactie.³⁴⁴

"Mr. K. De Boeck points out that further to having secured legal advice, Fortis can still withdraw from the transaction by invoking the Material Adverse Change clause. Fortis is hence not "tied" in into this transaction from a purely legal perspective."

340. Uit een memo van Merrill Lynch van 17 september 2007 blijkt dat zij van mening is dat het inroepen van de MAC-clausule mogelijk zou moeten zijn op basis van verder verslechterende omstandigheden, bijvoorbeeld zoals – mogelijk – naar vorenkomend in cijfers die Amerikaanse banken in de dagen die volgen zullen publiceren.³⁴⁵
341. Desalniettemin besluit zowel de RCC bij vergadering van 20 september 2007 als de RvB tijdens een vergadering van diezelfde dag dat de MAC-clausule niet zal worden ingeroepen. De RCC vindt dit niet verstandig op grond van de volgende overwegingen:³⁴⁶

"In light of the consensus of the consortium partners to go ahead with the set price, the inherent value of the underlying ABN Amro assets (untouched by the daily volatility of stock markets,) and the financial merits of the transaction (thanks to the accretive nature of the funding and the acceptable ROI confirmed through Independent advice), versus the huge litigation and reputation risk that Fortis would be exposed to in case of invoking the MAC clause at this stage, the Risk and Capital Committee concluded in favour of going ahead as planned and not to recommend invoking the MAC clause."

342. De RvB komt (mede op basis van juridisch advies van Quaetaert en De Brauw) unaniem tot de conclusie dat het op basis van de omstandigheden op de financiële markten niet mogelijk is om de MAC-clausule in te roepen.³⁴⁷

³⁴³ NRC Handelsblad van 11 september 2007, 'De nooduitgang voor het bankenconsortium', p.17.

³⁴⁴ Zie Onderzoeksrapport § 1475.

³⁴⁵ Zie Onderzoeksrapport § 1504.

³⁴⁶ Zie Onderzoeksrapport § 1514.

³⁴⁷ Zie Onderzoeksrapport § 1521.

343. De Stichting is van mening dat Fortis onrechtmatig jegens de Beleggers heeft gehandeld door de MAC-clausule niet in te roepen om zodoende te voorkomen dat het bod van het Consortium op dat moment onvoorwaardelijk zou worden.
344. Allereerst bood de ruime MAC definitie Fortis de mogelijkheid om de MAC-clausule in te roepen op grond van de verslechterende omstandigheden op de financiële markt. De markt rond Fortis belandde in een crisis en de koers van ABN AMRO was dalende, maar het bod van 38 euro per aandeel ABN AMRO stond. Het werd kort na het bod al snel duidelijk dat Fortis zich aan het overtuigen was en dat dit impact zou gaan hebben op de business van Fortis.
345. Ten tweede moet Fortis zich terdege bewust zijn geweest van de verslechterende situatie op de financiële markt en een op handen zijnde crisis. Daar het ongebruikelijk is dat een MAC-situatie van toepassing is op de kopende partij, heeft Fortis tezamen met haar Consortium partners desalniettemin de definitie van de MAC zo onderhandeld dat ook een *'material adverse change'* bij Fortis (of bij de andere Consortium partners) onder de MAC definitie viel. Fortis heeft zich zodoende een sterk recht bedongen om in de periode tussen het biedingsvoorstel van 29 mei 2007 en het uiterlijke moment van gestanddoening van het bod op 5 oktober 2007 uit de transactie te stappen en had naar de mening van de Stichting ook het recht om hier gebruik van te maken.
346. Uiteindelijk concludeert Fortis dat *"invoking the MAC clause at this stage"* zal leiden tot *"huge litigation and reputation risk"*, hetgeen door haar verschillende (juridische) adviseurs wordt bevestigd. Hieruit blijkt dat Fortis van mening was dat het niet invoeren van de MAC op grond van commerciële redenen niet opportuun leek. Juridisch gezien had Fortis echter het recht om de MAC-clausule in te roepen. Sterker nog, Fortis had niet alleen het recht maar ook de plicht jegens haar aandeelhouders om dit te doen. Door dit te verzaken heeft Fortis dan ook onrechtmatig gehandeld jegens haar aandeelhouders en derhalve jegens de Stichting. Zou Fortis namelijk de MAC-clausule hebben ingeroepen, dan zou het biedingsvoorstel zijn komen te vervallen. De aandelenemissie van 20 september 2007, welke tot doel had het Fortis deel van het bod te financieren, zou dan geen doorgang hebben gevonden en zodoende zouden de Beleggers geen schade hebben geleden van dit handelen door Fortis.
347. De Stichting beschikt niet over de stukken op grond waarvan Fortis heeft besloten om de MAC-clausule niet in te roepen. Het is derhalve aan Fortis om aan te tonen en te bewijzen op grond van welke omstandigheden zij tot de conclusie is gekomen dat de MAC-clausule op dat moment niet kon worden ingeroepen en de relevante stukken hieromtrent te overleggen. De Stichting verzoekt de Rechtbank – voor zover nodig – Fortis daarom op grond van art. 22 Rv te vragen.

6.4 Aansprakelijkheid van Merrill Lynch op grond van artikel 6:162 BW

348. Zoals reeds aangegeven in § 2.2, trad Merrill Lynch op als begeleidende bank bij een tweetal aandelenemissies van Fortis in respectievelijk 2007 (als *"Joint Global Coordinator"* en *"Sole Bookrunner"*) en 2008 (als *"Joint Lead Manager"* en *"Joint Bookrunner"*). Merrill Lynch trad tevens op als *"underwriter"* bij beide emissies.³⁴⁸
349. Op een begeleidende bank bij een aandelenemissie rust op grond van haar maatschappelijke positie de bijzondere zorgplicht³⁴⁹ om de uitgevende instelling en

³⁴⁸ Zie Onderzoeksrapport § 1349 en § 1919.

³⁴⁹ Zie HR 23 december 2005, nr. C04/173, LJN AU3713, NJ 2006, 289.

haar bestuurders zodanig te instrueren en te begeleiden dat geen onjuiste mededelingen door of namens de uitgevende instelling en haar bestuurders richting de markt en het beleggend publiek worden gedaan, althans dat dergelijke uitlatingen ongecorrigeerd blijven. Voor de invulling van deze zorgplicht bij een aandelenemissie moet in beginsel worden uitgegaan van de hiervoor in § 6.1 omschreven "maatman belegger".³⁵⁰

350. In het World Online arrest heeft de Hoge Raad deze bijzondere zorgplicht van de begeleidende bank bij een aandelenemissie nader ingevuld:³⁵¹

"Tot de omstandigheden die voor de invulling van deze zorgplicht van belang zijn, behoort in voorkomend geval in het bijzonder dat de bank (...) (joint) global coordinator, lead manager en bookrunner is. De bank geeft dan in opdracht van de uitgevende instelling leiding aan het syndicaat van banken dat de emissie begeleidt en is daarbij verantwoordelijk voor de vaststelling van de emissieprijs, voor het verrichten van het due diligence-onderzoek en voor het opstellen van het prospectus. Op haar rust als syndicaatsleider een gehoudenheid om voor zover dat binnen haar invloedssfeer ligt – zoals bij het verrichten van het due diligence-onderzoek en het opstellen van het prospectus – te voorkomen dat bij potentiële beleggers een onjuist beeld van de uitgevende instelling ontstaat."

351. De Stichting zal in het hiernavolgende – voor zover de Stichting bekend uit het Onderzoeksrapport - de taken en verantwoordelijkheden van Merrill Lynch bij de aandelenemissies van Fortis in respectievelijk september 2007 en juni 2008 uiteenzetten. De Stichting zal daarbij tot de conclusie komen dat Merrill Lynch als begeleidende bank bij deze aandelenemissies in strijd heeft gehandeld met haar zorgplicht en daarmee onrechtmatig heeft gehandeld jegens de "maatman belegger".

Aandelenemissie van 20 september 2007

352. Merrill Lynch trad als "Joint Global Coordinator" en "Sole Bookrunner" op bij de aandelenemissie van Fortis in 2007. In die hoedanigheid had Merrill Lynch in opdracht van Fortis de verantwoordelijkheid voor het vaststellen van de emissieprijs, het verrichten van het due diligence onderzoek alsmede het opstellen van het Prospectus.³⁵² Uit hoofde van deze taken en verantwoordelijkheden, kan worden vastgesteld dat Merrill Lynch voorafgaande aan en ten tijde van de aandelenemissie in 2007 kennis had, dan wel had behoren te hebben, van de verslechterende subprime situatie in de financiële markten in het algemeen en bij Fortis in het bijzonder.
353. De Stichting benadrukt hierbij dat Merrill Lynch bij het uitvoeren van het due diligence en het opstellen van het Prospectus op de hoogte moet zijn geweest, dan wel had behoren te zijn van het feit dat de volgende relevante informatie in het Prospectus en in de Trading Update ontbrak:
- (i) het feit dat de US subprime-markt sinds eind juli 2007 geheel is opgedroogd;
 - (ii) dat in verband met het wegvallen van de liquiditeitsmarkt, de waarderingmethode van Mark-to-Market moest worden omgezet naar Mark-to-Model;

³⁵⁰ Zie HR 27 november 2009, 07/11104; LJN BH2162, JOR 2010/43, r.o.4.31.1.

³⁵¹ Zie HR 27 november 2009, 07/11104; LJN BH2162, JOR 2010/43, r.o.4.31.1.

³⁵² Zie HR 27 november 2009, 07/11104; LJN BH2162, JOR 2010/43, r.o.4.31.1.

- (iii) dat het totale subprime exposure afgerond EUR 8,7 miljard was, met daarbij verschillende risico-aanduidingen voor de verschillende categorieën producten;
 - (iv) een verwacht verlies op de subprime portefeuille van EUR 350-400 miljoen, zoals besproken in het ExCo van 4 september 2007;
 - (v) een verwacht negatief effect van de subprime portefeuille op het resultaat van Q3 van EUR [•] miljoen;³⁵³ en
 - (vi) een mogelijke impact van de subprime portefeuille op de resultatenrekening over 2007 van EUR 321 miljoen.
354. Dat Merrill Lynch deze kennis had, dan wel had behoren te hebben, wordt bovendien bevestigd door het feit dat Merrill Lynch in september 2007 een advies aan Fortis heeft uitgebracht omtrent het al dan niet inroepen van de MAC-clausule.³⁵⁴ De MAC-clausule was van groot belang voor Merrill Lynch aangezien deze clausule ook gold voor haar '*underwriting commitment*'. In het kader van deze advisering zal Merrill Lynch uitgebreid onderzoek hebben moeten doen naar de actuele omstandigheden ten aanzien van de subprime situatie in de financiële markten en, meer in het bijzonder, bij Fortis. Merrill Lynch zal derhalve uit dien hoofde op de hoogte zijn geweest, dan wel had dat behoren te zijn, van het feit dat de werkelijke subprime situatie bij Fortis afweek van hetgeen daarover is opgenomen in het Prospectus en aan de markt is gecommuniceerd. Ook op grond van haar positie als gerenomeerde *investment banker* kan ervan uit worden gegaan dat Merrill Lynch bekend moet zijn geweest met de blootstelling van Fortis aan de subprime crisis.
355. Uit de conclusies van het Onderzoeksrapport,³⁵⁵ het AFM Besluit van 19 augustus 2010³⁵⁶ en hetgeen in deze dagvaarding uitvoerig is besproken, blijkt onmiskenbaar dat Fortis (en haar bestuurders) onjuiste en onvolledige mededelingen richting de markt en het belegend publiek hebben gedaan omtrent de daadwerkelijke subprime exposure van Fortis voorafgaande aan en ten tijde van de aandelenemissie in september 2007.
356. Op Merrill Lynch, uit hoofde van haar positie als '*Joint Global Coordinator*' en '*Sole Bookrunner*' bij de aandelenemissie in september 2007, rustte de zorgplicht om te voorkomen dat deze onjuiste en onvolledige mededelingen in en buiten het Prospectus werden gedaan, dan wel had Merrill Lynch, gelet op haar centrale rol als begeleider bij deze aandelenemissie, de zorgplicht om in te grijpen door deze onjuiste en onvolledige mededelingen te corrigeren, bijvoorbeeld door middel van publicatie van een persbericht.
357. Dat Merrill Lynch - ondanks haar kennis omtrent de werkelijke verslechterende subprime situatie - niet heeft voorkomen dat onjuiste en onvolledige mededelingen in en buiten het Prospectus zijn gedaan staat, gezien de conclusies van het Onderzoeksrapport³⁵⁷, het AFM Besluit van 19 augustus 2010³⁵⁸ en hetgeen in deze dagvaarding uiteen is gezet, vast. In het Onderzoeksrapport wordt bovendien bevestigd dat Merrill Lynch het volste vertrouwen had in de (financiering van) de aandelenemissie van 2007 en dat zij uitdrukkelijk haar steun verleende aan het Consortium en met name aan Fortis.³⁵⁹

³⁵³ Het bedrag is onleesbaar gemaakt in het AFM Besluit van 19 augustus 2010, p. 27.

³⁵⁴ Zie hierboven in § 97.

³⁵⁵ Zie Onderzoeksrapport (onder meer) § 4.4.12.

³⁵⁶ Zie AFM Besluit van 19 augustus 2010, p. 26.

³⁵⁷ Zie Onderzoeksrapport (onder meer) § 4.4.12.

³⁵⁸ Zie AFM Besluit van 19 augustus 2010, p. 26.

³⁵⁹ Zie Onderzoeksrapport § 1442.

358. Voor zover de Stichting bekend, heeft Merrill Lynch nagelaten deze misleidende mededelingen te corrigeren. De Stichting nodigt Merrill Lynch hierbij uit om te bewijzen dat zij wel voldoende adequate maatregelen heeft getroffen om de misleidende mededelingen te corrigeren. Voor zover Merrill Lynch daar niet in slaagt, staat vast dat zowel het niet ingrijpen ten tijde van het doen van de misleidende mededelingen door Fortis (en haar bestuurders) omtrent de daadwerkelijke subprime situatie, alsmede het nalaten deze misleiden de mededelingen te corrigeren, tot aansprakelijkheid van Merrill Lynch jegens de "maatman belegger" leidt op grond van artikel 6:162 BW wegens het handelen in strijd met haar zorgplicht.

Aandelenemissie van 26 juni 2008

359. Ook bij de aandelenemissie van 26 juni 2008 trad Merrill Lynch, zoals gezegd, op als begeleidende bank (als 'Joint Lead Manager' en 'Bookrunner'). Zij had in die hoedanigheid de verantwoordelijkheid voor het vaststellen van de emissieprijs en het verrichten van het due diligence onderzoek. Voor zover de Stichting bekend, is bij de 'Accelerated Book Offering' in juni 2008 geen prospectus gepubliceerd.
360. Uit het Onderzoeksrapport blijkt dat in de weken voorafgaand aan de aandelenemissie van 26 juni 2008 Merrill Lynch uitvoerig onderzoek heeft gedaan naar de kapitaalspositie van Fortis en de mogelijkheden om deze te verbeteren. Merrill Lynch heeft op 3 juni 2008 een rapport gepubliceerd waarin zij als mogelijke opties ter verbetering van de kapitaalspositie van Fortis een aandelenemissie en het niet uitkeren van dividend voorstelt. Een week later, op 10 juni 2008, publiceert Merrill Lynch vervolgens een analistenrapport waarin zij speculeert over een mogelijk solvabiliteitstekort bij Fortis van EUR 3 miljard op basis waarvan zij de status van Fortis verlaagt van "buy" naar "neutral".
361. Drie dagen later, op 13 juni 2008, geeft Merrill Lynch ter voorbereiding op de aandelenemissie een presentatie in het kader van een 'pitch'. In deze presentatie merkt Merrill Lynch op dat zij rekent op een aandelenemissie van EUR 3,2 miljard tegen een uitgifte koers van EUR 13,50 waarbij zij de kanttekening plaatst dat dit bedrag eventueel kan worden verlaagd indien wordt afgezien van betaling van een interim dividend dan wel indien het dividend in aandelen wordt uitgekeerd.³⁶⁰
362. Uit de conclusies van het Onderzoeksrapport³⁶¹, het AFM Besluit van 5 februari 2010³⁶² en hetgeen in deze dagvaarding uitvoerig is besproken, blijkt onmiskenbaar dat Fortis en haar bestuurders in 2008 onjuiste en onvolledige mededelingen richting de markt en het belegend publiek hebben gedaan omtrent de juiste solvabiliteitspositie van Fortis, het plan ter uitvoering daarvan, alsmede het door Fortis te voeren dividendbeleid.
363. Op Merrill Lynch, uit hoofde van haar positie als 'Joint Lead Manager' en 'Bookrunner' bij de aandelenemissie in juni 2008, rustte de zorgplicht om te voorkomen dat deze onjuiste en onvolledige mededelingen voorafgaande aan en ten tijde van de aandelenemissie werden gedaan, dan wel had Merrill Lynch, gelet op haar centrale rol als begeleider bij deze aandelenemissie, de zorgplicht om in te grijpen door deze onjuiste en onvolledige mededelingen te corrigeren, bijvoorbeeld door middel van publicatie van een persbericht.

³⁶⁰ Zie § 137 voor een samenvatting van de presentatie.

³⁶¹ Zie Onderzoeksrapport (onder meer) § 624 t/m 628.

³⁶² Zie AFM Besluit van 5 februari 2010, p. 18 en 19.

364. Uit het feit dat Merrill Lynch in de maand juni 2008 (i) werd benoemd als 'Joint Lead Manager' en 'Bookrunner' voor de aandelenemissie, (ii) onderzoek heeft verricht naar de kapitaalspositie van Fortis en de mogelijkheden om deze te verbeteren, (iii) een analistenrapport heeft gepubliceerd met betrekking tot de solvabiliteitspositie van Fortis, alsmede (iv) een presentatie ten behoeve van een 'pitch' heeft voorbereid om de aandelenemissie van Fortis te kunnen begeleiden, volgt onmiskenbaar dat Merrill Lynch op de hoogte was, dan wel had behoren te zijn van het feit dat de mededelingen die Fortis deed richting het belegend publiek en de markt omtrent haar solvabiliteitspositie, het plan ter uitvoering daarvan, alsmede het te voeren dividend beleid (uitlatingen Votron op 5 juni 2008; misleidende mededelingen in het FD op 10 juni 2008, etc.) in strijd waren met de werkelijkheid.
365. Daarbij kan nog worden opgemerkt dat Merrill Lynch ook op de hoogte was, dan wel had behoren te zijn, van het feit dat de mededelingen van Fortis op 26 september 2008 - dat er geen liquiditeitsproblemen waren en dat de solvabiliteit 'solide' was (zie hiervoor in § 167 - in strijd waren met de werkelijkheid gezien het feit dat Merrill Lynch op dat moment inmiddels van Fortis de opdracht had gekregen om te praten met een mogelijke strategische partner voor Fortis³⁶³ en ook wist dat Fortis bij het niet slagen daarvan mogelijk genationaliseerd zou worden wegens acute solvabiliteits- en liquiditeitsproblemen.³⁶⁴
366. Merrill Lynch heeft echter, terwijl zij op de hoogte was, dan wel had moeten zijn van het feit dat de door Fortis gedane mededelingen omtrent haar solvabiliteit, liquiditeit en dividend beleid haaks stonden op de werkelijke situatie, niet voorkomen dat deze mededelingen richting het belegend publiek en de markt zijn gedaan, dan wel heeft - voor zover de Stichting bekend - nagelaten deze misleidende mededelingen te corrigeren. De Stichting nodigt Merrill Lynch hierbij uit om te bewijzen dat zij wel voldoende adequate maatregelen heeft getroffen om de misleidende mededelingen te corrigeren.
367. Voor zover Merrill Lynch er niet in slaagt om voldoende bewijs te leveren dat zij adequate maatregelen heeft getroffen, staat vast dat zowel het niet ingrijpen ten tijde van het doen van de misleidende mededelingen door Fortis (en haar bestuurders) omtrent haar solvabiliteit, liquiditeit en dividendbeleid, alsmede het nalaten deze misleidende mededelingen te corrigeren, tot aansprakelijkheid van Merrill Lynch jegens de "maatman belegger" leidt op grond van artikel 6:162 BW wegens het handelen in strijd met haar zorgplicht.
368. De Stichting merkt tenslotte nog op dat het feit dat Merrill Lynch een in het buitenland gevestigde bank is, niet afdoet aan de op haar rustende zorgplicht. De Hoge Raad heeft in het World Online arrest beslist dat:³⁶⁵

"De omstandigheid dat een syndicaatsleider een in het buitenland gevestigde bank is, zal niet tot een andere beoordeling kunnen leiden. Een in het buitenland gevestigde syndicaatsleider dient bij een emissie op de Nederlandse markt ervoor te zorgen dat hij op gelijke voet als een in Nederland gevestigde syndicaatsleider kan voldoen aan de uit die hoedanigheid voortvloeiende zorgvuldigheidsverplichtingen jegens potentiële beleggers."

³⁶³ Zie Onderzoeksrapport § 893.

³⁶⁴ Zie Onderzoeksrapport § 2174.

³⁶⁵ Zie HR 27 november 2009, 07/11104; LJN BH2162, JOR 2010/43, r.o.4.31.2.

7. VERWEER VAN GEDAAGDEN

369. Zoals in hoofdstuk 3 besproken, heeft de Stichting per brief van 8 oktober 2010 Ageas N.V. en Ageas S.A./N.V. uitgenodigd om met haar in overleg te treden met betrekking tot het gevorderde. Ageas N.V. en Ageas S.A./N.V. hebben bij brief van 21 oktober 2010 het verzoek tot overleg afgewezen. De Stichting is niet bekend met enig verweer van Ageas N.V. en/of Ageas S.A./N.V. met betrekking tot het gevorderde behoudens voor zover enige zienswijze van Ageas N.V. en/of Ageas S.A./N.V. blijkt uit het Onderzoeksrapport (zie bijvoorbeeld hierboven in de §§ 226 t/m 229) en de AFM Besluiten. De Stichting merkt hierbij op dat deze zienswijze van Fortis overigens niet ziet op de vraag of zij aansprakelijk gehouden kan worden op grond van hetgeen in deze dagvaarding wordt gesteld.
370. In het AFM Besluit van 19 augustus 2010 waarin de AFM besluit Ageas N.V. en Ageas S.A./N.V. een boete op te leggen wegens overtreding van artikel 5:59 (oud) Wft (thans artikel 5:25(i) Wft) op grond van het feit dat Fortis, kort gezegd, koersgevoelige informatie omtrent haar daadwerkelijke subprime blootstelling niet tijdig openbaar heeft gemaakt, wordt in paragraaf 3.2 de schriftelijke zienswijze van Fortis op dit besluit uiteengezet. De Stichting verwijst voor een uitgebreide toelichting van de zienswijze van Fortis naar paragraaf 3.2 van dit Besluit.
371. In het AFM Besluit van 5 februari 2010 besluit de AFM Fortis N.V. en Fortis S.A./N.V. een boete op te leggen wegens (i) overtreding van artikel 5:58, eerste lid, onderdeel d Wft op grond van het feit dat Fortis, kort gezegd, op 5 juni 2008 tijdens een presentatie van Votron informatie heeft verspreid waarvan een onjuist of misleidend signaal te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van de financiële instrumenten van Fortis, en (ii) overtreding van artikel 5:59 (oud) Wft (thans artikel 5:25(i) Wft) op grond van het feit dat Fortis heeft nagelaten te voldoen aan haar verplichting tot het onverwijld openbaar maken van koersgevoelige informatie in de zin van dat artikel met betrekking tot de transactie met Deutsche Bank in het kader van de EC Remedies.
372. Fortis heeft voor wat betreft beide overtredingen haar schriftelijke zienswijze uiteengezet. Ten aanzien van de overtreding van artikel 5:58 Wft verwijst de Stichting voor een uitgebreide toelichting van de zienswijze van Fortis naar paragraaf B 1.3 (p. 19) alsmede B. 2 (p. 22) van het AFM Besluit van 5 februari 2010. Ten aanzien van de overtreding van artikel 5:59 (oud) Wft (thans artikel 5:25(i) Wft) verwijst de Stichting voor een uitgebreide toelichting van de zienswijze van Fortis naar paragraaf B 1.3 (p. 46) van het AFM Besluit van 5 februari 2010.
373. De Stichting heeft bij brief van 2 december 2010 Merrill Lynch uitgenodigd om met haar in overleg te treden met betrekking tot het gevorderde. Tot op heden heeft de Stichting niets vernomen van Merrill Lynch. De Stichting is niet bekend met enig verweer van Merrill Lynch omtrent het gevorderde.

8. BEWIJSAANBOD

374. Zoals in hoofdstuk 5 is aangegeven, is de feitelijke inhoud van de dagvaarding uitsluitend gebaseerd op openbare informatie, waaronder het Onderzoeksrapport. De Stichting beschikt niet over de bijlagen bij het Onderzoeksrapport waarin zich een

groot aantal voor deze procedure belangrijke documenten bevindt. De Stichting heeft voor het onderbouwen van haar standpunt er belang bij dat zij inzage krijgt in deze documenten.

375. De Stichting verzoekt derhalve uw Rechtbank op grond van artikel 22 Rv om Fortis te bevelen de volgende documenten bij akte in het geding te brengen:
- i. De notulen van de vergaderingen van de RvB, het ExCo, het AC en het ExBo gehouden in 2007 en 2008;
 - ii. De verslagen van de gesprekken gevoerd tussen de Onderzoekers en alle voormalige bestuursleden, alsmede overige functionarissen van Fortis;
 - iii. De gevoerde email correspondentie waarnaar in het Onderzoeksrapport wordt verwezen;
 - iv. De relevante stukken op grond waarvan Fortis haar beslissing heeft gebaseerd om de MAC clause niet in te roepen, waaronder in ieder geval de adviezen gegeven door Merrill Lynch en De Brauw hieromtrent.
376. Zoals in § 205 reeds is gesteld, wordt op grond van artikel 6:195 BW de bewijslast ten aanzien van de onrechtmatigheid op grond van artikel 6:194 BW omgekeerd. Hetzelfde geldt met betrekking tot artikel 6:193j BW welk artikel de bewijslast omkeert ten aanzien van de onrechtmatigheid op grond van de artikelen 6:193b-i BW.
377. De Stichting kan derhalve in deze procedure voor wat betreft het beroep op de artikelen 6:194 BW en 6:193a-j BW volstaan met het stellen en aannemelijk maken dat de door Fortis gedane mededelingen zoals uiteengezet in deze dagvaarding, misleidend en daarmee onrechtmatig zijn. In het licht van het voorgaande staat vast dat de Stichting aan haar stelplicht heeft voldaan. De Stichting hoeft deze stelling verder niet te bewijzen; het is vervolgens aan Fortis om de juistheid en de volledigheid van de medegedeelde informatie te bewijzen op grond van artikel 6:195 BW, respectievelijk artikel 6:193j BW.
378. Voor wat betreft de overige juridische grondslagen (zie hoofdstuk 6 hierboven), biedt de Stichting, ondanks betwisting van gehoudenheid daartoe, bewijs aan van haar stellingen door alle middelen rechtens, waaronder het overleggen van producties in het geding en het horen van getuigen, in het bijzonder [•].

MITSDIEN

Verzoekt eiseres de Rechtbank Utrecht bij vonnis:

- A. te verklaren voor recht dat Fortis N.V. (thans Ageas N.V., gedaagde sub 1) en Fortis S.A./N.V. (thans Ageas S.A./N.V., gedaagde sub 2) in strijd hebben gehandeld met de vereisten van Nederlands recht omtrent hetgeen hen in deze dagvaarding wordt verweten, waaronder het juist en volledig informeren van de markt en het beleggend publiek omtrent de stand van haar onderneming;
- B. te verklaren voor recht dat Merrill Lynch in strijd heeft gehandeld met haar zorgplicht omtrent hetgeen haar in deze dagvaarding wordt verweten, waaronder het niet voorkomen dat Fortis (en haar bestuurders) richting de markt en het beleggend publiek stelselmatig onjuiste en onvolledige mededelingen heeft gedaan, dan wel het niet corrigeren van deze onjuiste en onvolledige mededelingen.

onder veroordeling van gedaagden in de proceskosten.

Deze zaak wordt behandeld door mr. J.H.B. Crucq van JanssenBroekhuysen Advocaten:
Weteringschans 128, 1017 XV Amsterdam, T: +31 (0)20 52 89 529, F: +31 (0)20 42 88 259.