

---

## 23. Aansprakelijkheid van de accountant jegens beleggers: omvang zorgplicht en causaliteitsvraagstukken

*Mr. drs. J.F. Garvelink<sup>1</sup>*

### Inleiding

Als een beursvennootschap een misleidende jaarrekening publiceert, is de accountant<sup>2</sup> van die vennootschap dan aansprakelijk jegens beleggers als die daardoor schade lijden?<sup>3</sup> Die vraag heeft de wetgever in Nederland nooit beantwoord en de rechter ook niet. De vraag is intussen toch interessant genoeg.

Het is ook niet dat de VEB de vraag nooit heeft gesteld. Bij het opkomen voor de belangen van beleggers past het ook om – soms is daar zelfs aanleiding toe – kritisch naar de accountant te kijken. Ik ben daarbij zelf de VEB ook meermaals tegengekomen, waarbij de verstandhoudingen overigens altijd goed zijn geweest. Tot een baanbrekend arrest heeft dat evenwel nog nooit geleid omdat, zoals dat in de praktijk gaat, zaken langs andere weg eindigden.

Het is een vraag die wellicht ook eerder bij de politiek thuishoort omdat er fundamentele keuzes over de ordening van economisch risico in besloten liggen, maar de Nederlandse politiek heeft zich de afgelopen decennia met andere dingen bezighouden.<sup>4</sup> Nu ook de rechter – de VEB ten spijt – de vraag niet heeft beantwoord blijft er veel ruimte voor discussie. Ik beoog daar in bij te dragen zonder overigens meteen een pasklaar antwoord op alle vragen te pretenderen.

Deze bijdrage beperkt zich tot de misleidende jaarrekening van een beursvennootschap (art. 2:361 lid 1 BW).<sup>5</sup> Voor de afbakening van het begrip ‘beursvennoot-

---

1 Mr. drs. J.F. (Jan) Garvelink is advocaat bij Blaisse in Amsterdam. Het werk aan deze bijdrage is in oktober 2023 afgesloten.

2 Waar ik in deze bijdrage spreek over ‘de accountant’ bedoel ik in de regel de accountantsorganisatie. Ik maak hier omwille van de leesbaarheid geen onderscheid (dat is er natuurlijk wel).

3 Zie ook J.F. Garvelink, ‘De Aansprakelijkheid van de controlerend accountant’, in: J.B.S. Hijink e.a. (red.), *Handboek Jaarrekeningenrecht (Serie Van der Heijden Instituut nr. 164)*, Deventer: Wolters Kluwer 2020, pagina 1169/70 waar ik dit onderwerp al kort aanstipte als onderdeel van een bredere beschrijving van de aansprakelijkheid van de accountant. Dit hoofdstuk is in essentie een uitwerking van dat specifieke onderdeel.

4 De Europese Commissie heeft in 2008 wel een voorstel gedaan: zie hieronder.

5 Andere uitingen zoals het bestuursverslag en tussentijdse cijfers laat ik buiten beschouwing omdat de accountant daar een andere – beperkter – rol heeft (zo wordt het bestuursverslag niet gecontroleerd, maar op consistentie getoetst: zie art. 2:393 lid 3 BW en NV COS 720).

schap' en de vraag welke verslaggevingsverplichtingen daarvoor gelden verwijs ik naar Hijink.<sup>6</sup> Ik concentreer mij voorts op de reikwijdte van de zorgplicht van de accountant jegens beleggers<sup>7</sup> en causaliteit in de zin van *condicio sine qua non*.<sup>8</sup> Ik richt mij primair op de particuliere belegger ('de belegger'), ongetwijfeld VEB-lid, maar ik denk dat veel van deze bijdrage ook (temeer) voor professionele partijen geldt.

### **Aspecten die meewegen bij afbakening van aansprakelijkheid**

Ik begin deze bijdrage met het noemen van een aantal elementen die helpen een beeld te vormen van de rol van de accountant ten opzichte van de belegger en bij het nadenken over de vraag of de accountant aansprakelijk jegens die belegger zou kunnen zijn. De lijst is niet limitatief en de volgorde is min of meer willekeurig.

1. Wie aandelen in een beursfonds koopt verstrekt risicokapitaal, waarbij in de regel geldt dat hoe groter het risico, hoe groter het potentiële rendement. In beginsel kan de belegger dat risico niet afwentelen op derden. Als de onderneming waarin hij belegt slecht draait is dat pech voor de belegger. Als de onderneming de belegger echter verkeerd voorlicht, bijvoorbeeld met een misleidende jaarrekening, kan de belegger daar de vennootschap (en – zie hieronder – mogelijk het bestuur) op aanspreken.<sup>9</sup>
2. De accountant is in de verhouding tussen de uitgevende instelling en de belegger een derde, zij het met een bijzondere taak. De accountant is geen orgaan van de vennootschap en heeft ten opzichte van de belegger geen opdrachtrelatie. Wel is

---

6 J.B.S. Hijink, 'Verslaggeving door beursvennootschappen', in: J.B.S. Hijink e.a. (red.), *Handboek Jaarrekeningenrecht (Serie Van der Heijden Instituut nr. 164)*, Deventer, Wolters Kluwer 2020, p. 231 e.v.

7 Let op dat de vraag of de accountant al dan niet tekort is geschoten bij de controle (dus de vraag of er een normschending is) niet dezelfde is als de vraag of daarmee ook een zorgplicht jegens de betrokken derde is geschonden. Ook in *Vie d'Or* (zie hieronder) behandelt de Hoge Raad de vraag of de accountant is tekortgeschoten in zijn werk en de vraag of hij daarmee een zorgplicht heeft geschonden als aparte vragen (waarbij de ernst van de fout wel een rol kan spelen bij de vraag of er een zorgplicht jegens derden geschonden is). De discussie over de reikwijdte van de zorgplicht bevindt zich op het snijvlak tussen onrechtmatige daad, relativiteit en toerekening. Met Van der Kooij meen ik overigens dat onderbrengen van het debat onder één van die drie artikelen niet altijd zinvol is omdat de grens niet goed te trekken is. Zie D.A. van der Kooij, *Relativiteit, causaliteit en toerekening van schade (Recht en Praktijk nr. CA21)* (diss. Rotterdam), Deventer: Wolters Kluwer 2019, bijvoorbeeld in hoofdstuk 3.5.

8 Vraagstukken van toerekening en schade zijn, zeker ook in de verhouding accountant-belegger interessant en er is veel over te schrijven, maar de ruimte ontbreekt om daar hier op in te gaan.

9 Deze bijdrage gaat op dat onderwerp (en de kansen van succes) verder niet in.

het van belang op te merken dat in beginsel de algemene vergadering bevoegd is de accountant te benoemen.<sup>10</sup>

3. De accountant heeft een (belangrijke) maatschappelijke functie.<sup>11</sup> De accountant voegt betrouwbaarheid toe aan de door (het bestuur van) de vennootschap opgestelde jaarrekening. Dat heeft mede tot doel het goed laten functioneren van de kapitaalmarkten waarop deze beleggers kapitaal verschaffen en ondernemingen dit kapitaal aantrekken. De accountant vervult daarbij als onafhankelijke derde een rol die noch de onderneming noch de belegger zelf kan vervullen.
4. De jaarrekening heeft, anders dan bijvoorbeeld een prospectus, niet primair tot doel beleggers uit te nodigen te investeren. Het primaire doel van de (accountantsverklaring bij de) jaarrekening is ook niet het beschermen van belangen van beleggers. De prospectusrichtlijn en de bepalingen van art. 6:193a e.v. BW (voor consument-beleggers) en art. 6:194-195 BW (voor beleggers handelend in beroep of bedrijf) zijn niet van toepassing.<sup>12</sup>
5. De accountant (anders dan door middel van de verklaring bij de jaarrekening) kan of mag ook niet rechtstreeks met de belegger communiceren al geeft een recente praktijkhandreiking van de NBA wat meer ruimte om over bevindingen uit de controle te spreken.<sup>13</sup> Hij kan beleggers dus bijvoorbeeld niet afraden te beleggen in de vennootschap (zelfs als hij dat van harte zou willen doen).<sup>14</sup>

---

10 Gaat deze daartoe niet over, of ontbreekt deze, dan is de raad van commissarissen bevoegd. Ontbreekt een raad van commissarissen, dan is het bestuur bevoegd. De aanwijzing van een accountant wordt door generlei voordracht beperkt: art. 2:393 lid 2 BW.

11 Omdat dat voor zich spreekt zal ik daar hier niet te veel aandacht aan besteden. Zie hierover uitgebreider bijvoorbeeld de inleiding van de MvT bij de Wet toezicht accountantsorganisaties (Wta) uit 2004 (*Kamerstukken II* 28658, nr. 3).

12 Hetzelfde geldt voor de *World Online*-uitspraak van de Hoge Raad (HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162) die ziet op prospectusaansprakelijkheid van een uitgevende instelling. Dat is een wezenlijk andere positie. Zie ook Asser/De Serrière 2-IV 2017/473, waar ook is toegelicht dat art. 6:193a BW niet van toepassing is. In diezelfde zin: B.J. De Jongh, *Schade door misleiding op de effectenmarkt (Serie Van der Heijden Instituut nr. 164)*, Deventer: Wolters Kluwer 2010, p. 19. Ik kom terug op *World Online* bij het bespreken van de causaliteit hieronder.

13 De accountant heeft een geheimhoudingsplicht (vergelijk art. 16 Vgba). De recente praktijkhandreiking 1118 vanwege de NBA beoogt – mede op aandringen van de VEB – de accountant iets meer ruimte te geven om iets te zeggen op de algemene vergadering indien het bestuur ontheffing uit de geheimhouding verleent. Hoe dat in de praktijk zou moeten werken, is overigens nog niet eenvoudig. Hierover (kritisch): P.M. van der Zanden, ‘De accountant als Hofnar’, *TvOB* 2023/4/Redactioneel, en J.F. Garvelink, ‘Ai, dilemma: de accountant op de algemene vergadering’, *TvJ* 2023/2/voorwoord.

14 Voor dat soort mededelingen zou ook praktijkhandreiking 1124 zeker geen ruimte bieden.

6. De accountant is (dus ook) geen beleggingsadviseur zoals de accountantsverklaring geen beleggingsadvies is.
7. Veel beleggers maken gebruik van – vormen van – professioneel beleggingsadvies. Dat geldt in ieder geval voor professionele partijen, die rond 75% van de in Nederland gehouden aandelen bezitten. Zij hebben veelal eigen deskundigen in dienst. Maar ook particulieren maken vaak gebruik van een adviseur of vermogensbeheerder. Particulieren beleggen bovendien veelal via beleggingsfondsen die worden gerund door professionele beleggers.<sup>15</sup>
8. Terzelfdertijd is de belegger, zelfs als die zich gesteund voelt door de VEB, kwetsbaar. Zijn positie is wezenlijk anders dan die van een professionele belegger. Een investeerder – bijvoorbeeld in een overname scenario – is zelf deskundig, heeft volledig toegang tot de boeken, zal due diligence (moeten) doen en kan adviseurs inschakelen. Een overnemende partij kan bovendien garanties bedingen.<sup>16</sup> Al die bescherming ontbeert de belegger.
9. Een belegger heeft namelijk geen eigen toegang tot informatie van de uitgevende instelling en is afhankelijk van publieke informatie, waaronder natuurlijk de gecontroleerde jaarrekening.
10. De informatie uit de jaarrekening kan uiteraard van invloed zijn op beleggingsbeslissingen. Of dat inderdaad zo is, en zo ja in welke mate, zal afhangen van de omstandigheden van het geval. Het zal daarbij in vrijwel alle gevallen zo zijn dat er ook (wellicht talrijke) andere feiten en omstandigheden hebben bijgedragen aan de beslissing te beleggen in een specifiek fonds. Denk bijvoorbeeld aan mededelingen van het bestuur, publicaties in de media, de koersontwikkeling of marktsentiment. Dit zijn factoren waar de accountant normaliter geen betrokkenheid bij of invloed op heeft (maar de onderneming of het bestuur veelal wel).
11. Voor de particuliere belegger zal daarbij gelden dat hij niet zelfstandig al zijn beleggingen doorgrondt of volgt. Particulieren lezen de jaarrekening meestal niet, zeker niet jaarlijks, terwijl – als zij de jaarrekening wel zouden lezen – voor de overgrote meerderheid zou gelden dat zij de deskundigheid missen om te begrijpen wat ze lezen. (Zeker) IFRS jaarrekeningen van grote ondernemingen zijn de zeer complexe resultante van allerlei evenzo complexe verslaggevings-

---

15 Ongeveer twee derde van Nederlandse aandelenbeleggingen van huishoudens zijn beleggingen in aandelenfondsen, terwijl een derde rechtstreeks in individuele aandelen wordt belegd. Zie de website van DNB (<https://www.dnb.nl/statistieken/data-zoeken/#/details/beleggingen-van-nederlandse-huishoudens-in-effecten-maand/dataset/79b0648e-1ef6-4afc-b64b-a6b7fabaf92c/resource/392316c7-134b-4f6f-808e-54eb5fc7bb58>).

16 Ik heb aan de positie van de accountant ten opzichte van de (professionele) koper van een vennootschap enige gedachten gewijd in een noot bij HR 29 januari 2021, *Ondernemingsrecht* 2022/80.

keuzes en voorschriften. Voor het doorgronden daarvan is deskundigheid nodig die de gemiddelde particulier zelf niet heeft.

12. Overigens is die constatering enigszins een tweesnijdend zwaard. Enerzijds zou de belegger bescherming moeten krijgen. Anderzijds kun je de vraag stellen of je bescherming verdient als je investeert in iets wat je maar ten dele begrijpt. In diezelfde lijn kun je de vraag stellen of een belegger die nooit kennis heeft genomen van de verklaring bij de jaarrekening, wel mag claimen daarop te hebben vertrouwd bij de aankoopbeslissing.
13. Beleggers kunnen (en moeten) zich bovendien wapenen tegen risico door te spreiden. Wie 1% van zijn vermogen in een aandeel belegt kan een waardedaling – hoe groot ook – makkelijk opvangen. Dat is een wezenlijk verschil met – bijvoorbeeld – de polishouders van *Vie d'Or* (zie hieronder); normaliter heb je maar één pensioen: als dat verloren gaat is de situatie duidelijk anders.
14. Ten slotte noem ik nog de gevolgen van een succesvolle claim. Als de accountant van een beursvennootschap (van omvang) schadevergoeding aan beleggers zou moeten betalen gaat het om een financieel zeer groot risico ten opzichte van een zeer grote groep eisers. Daardoor kan voor de accountant een scheve verhouding ontstaan tussen risico en beloning. Echt omvangrijke claims zijn niet verzekeraar in die zin dat ze de beschikbare dekking (soms ver) overstijgen. De kosten van verzekering zouden bij succesvolle claims bovendien sterk stijgen (en uiteindelijk door de klant betaald worden). Nederland heeft bovendien maar zes OOB-vergunninghoudende accountantskantoren, waarbij de markt voor beursfondsen effectief verdeeld is over de vier grootste. De maatschappelijke schade van het wegvallen van één van die organisaties zou zeer aanzienlijk zijn.<sup>17</sup> Het is de vraag of het compenseren van gelaedeerde beleggers het veroorzaken van dergelijke schade zou rechtvaardigen.

Wie zich de vraag wil stellen of de accountant aansprakelijk zal zijn jegens de belegger, zal dit soort omstandigheden (ik pretendeer geen volledigheid) mee moeten wegen. Zulks uiteraard tezamen met de specifieke omstandigheden van het geval. Dat brengt mij bij het *Vie d'Or*-arrest.

---

<sup>17</sup> Voor de overige fondsen waar die organisatie de accountant zou zijn zou bijvoorbeeld een acuut probleem ontstaan, terwijl de resterende organisaties dat naar verwachting niet zouden kunnen opvangen. Drie grote kantoren is voor een volwassen markt bovendien echt te weinig (vier houdt al niet over).

### **Stand van het recht derdenaansprakelijkheid accountant: onrechtmatige daad, *Vie d'Or***

Aansprakelijkheid van de accountant jegens derden, waaronder beleggers, kent geen specifieke wettelijke regeling. In 2008 adviseerde de Europese Commissie om een wettelijke beperking van aansprakelijkheid op te nemen, met name vanuit het oogmerk van het faciliteren van markttoetreding.<sup>18</sup> Nederland heeft die aanbeveling niet opgevolgd.<sup>19</sup> Ik denk ook niet dat het argument van toetreding tot de markt veel gewicht zou moeten dragen in het debat. Niet dat markttoetreding geen aandacht verdient, maar ik denk dat daarbij andere redenen een belangrijker rol spelen dan aansprakelijkheidsrisico's.<sup>20</sup>

De accountant heeft een overeenkomst van opdracht met de vennootschap,<sup>21</sup> niet met de belegger (ondanks het feit dat in de regel de algemene vergadering de accountant deze opdracht verleent).<sup>22</sup> Net als andere aandeelhouders zullen beleggers – als zij menen dat de accountant zijn of haar werk niet goed heeft gedaan – zich moeten beroepen op onrechtmatige daad (art. 6:162 BW). Zoals bekend is dat een zeer generieke regeling die niet is geschreven met het oog op jaarrekeningen of accountants, zodat daaraan in de rechtspraak invulling zal moeten worden gegeven. De eerste vraag die daarbij moet worden beantwoord is of de accountant heeft gehandeld zoals in vergelijkbare omstandigheden van een redelijk handelend en redelijk bekwaam vakgenoot mag worden verwacht. Zonder normschending geen aansprakelijkheid, maar zoals het *Vie d'Or* laat zien, is een normschending alleen niet genoeg.

Het zal daarbij moeten gaan om rechtstreeks aan de belegger toegebrachte schade. Voor zover schade door de vennootschap is geleden, bijvoorbeeld bij onttrekkingen door fraude, ongunstige ondernemingsbeslissingen, etc., staat de door de Hoge Raad in *Poot/ABP* geformuleerde leer aan claims van beleggers in de weg.<sup>23</sup> De belegger moet dus als gevolg van handel in het aandeel zelf schade hebben geleden.

---

18 Aanbeveling van de commissie van 5 juni 2008 inzake de beperking van de wettelijke aansprakelijkheid van wettelijke auditors en auditkantoren (2008/473/EG) [2008] PbEU L162/39.

19 Duitsland kent bijvoorbeeld wel een zekere beperking.

20 Niet in het minst gegeven het feit dat alle regelgeving die ook vanwege Europa over accountants wordt uitgestort toetreding eerder bemoeilijkt dan faciliteert (en als er al eens een andere partij toe wil treden, zoals laatst een Portugees kantoor dat de audit van Value8 ging doen, wordt daar niet erg enthousiast op gereageerd: <https://www.veb.net/artikel/09171/veb-heeft-ernstige-bedenkingen-bij-aanstelling-accountant-cfa-door-value8>).

21 Asser/Kroeze 2-1 2021/550 onder d. Over de opdrachtverlening uitvoerig: E.V.A. Eijkelenboom, 'De opdrachtverlening aan de accountant', in J.B.S. Hijink e.a. (red.), *Handboek Jaarrekeningenrecht (Serie Van der Heijden Instituut nr. 164)*, Deventer: Wolters Kluwer 2020, p. 119 e.v.

22 Art. 2:393 lid 2 BW. Zie hierboven.

23 HR 2 december 1994, ECLI:NL:HR:1994:ZC1564 (*Poot/ABP*). De VEB liep hier voor een deel van de door haar gevorderde verklaringen voor recht in de *Landis*-zaak ook tegen aan. Zie Rb. Amsterdam 28 oktober 2015, ECLI:NL:RBAMS:2015:7495 (*VEB/Landis*), r.o.4.7.

Als gezegd zijn er niet veel procedures geweest en is er op dit moment weinig rechtspraak.<sup>24</sup> De drempels voor claimende beleggers zijn ook niet onaanzienlijk. Voor beleggers zal een collectieve actie moeten worden opgestart, hetgeen uiteraard kostbaar en complex is.<sup>25</sup> Partijen als de VEB zullen die investering niet zomaar doen en kiezen voor de meer sprekende gevallen. Voor zover mij bekend zijn de zaken die zijn gestart vervolgens geschikt.<sup>26</sup> Dat is goed voor de beleggers, minder voor de rechtsontwikkeling.

Beeldbepalend is nog steeds het *Vie d'Or*-arrest,<sup>27</sup> dat inmiddels bijna twintig jaar oud is. Voorafgaand aan dat arrest was nog wel discussie over de vraag of de accountant wel aansprakelijk kon zijn ten opzichte van derden, of dat een nauwere relatie vereist was, waarbij ook in Nederland wel naar de Engelse *Caparo*-uitspraak werd verwezen om een beperktere reikwijdte te bepleiten. In die zaak oordeelde de *House of Lords*, destijds de hoogste Engelse rechter in civiele zaken, dat er pas aansprakelijkheid kan zijn als sprake is van – onder meer – *proximity*.<sup>28</sup> Daarvoor is vereist dat de accountant wist van het doel waarvoor de stukken werden opgemaakt, wist dat de stukken voor dat doel ter beschikking worden gesteld aan de derde, wist dat die derde daarop zou vertrouwen zonder zelf onderzoek te doen en de derde ook daadwerkelijk op de stukken is afgegaan.

In de *Vie d'Or*-zaak ging het niet om beleggers, maar om polishouders die hun pensioen hadden ondergebracht bij die verzekeraar. Door het faillissement van *Vie d'Or* dreigden zij dat pensioen te verliezen. De Hoge Raad heeft gekozen voor de benadering dat de controlerend accountant als hij een beroepsfout heeft gemaakt – de normschending – aansprakelijk kan zijn jegens derden zoals (in dat geval) anonieme polishouders.<sup>29</sup> Daarmee is dat deel van de discussie beslecht. Onbeantwoord bleef de vraag *of* en *wanneer* zich derdenaansprakelijkheid zou voordoen. De Hoge Raad vernietigde in *Vie d'Or* immers de uitspraak van het hof omdat zij een te ruime maatstaf voor die aansprakelijkheid had aangelegd. Daarbij bepaalde de Hoge Raad

---

24 Er is wel de zaak *PwC/Colima*, over de Madoff-fraude, maar die is door PwC gewonnen omdat de accountant inhoudelijk zijn werk goed had gedaan, zodat allerlei interessante vragen daar niet aan de orde komen. Zie Hof Amsterdam 2 oktober 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:3522.

25 Zij recent bijvoorbeeld de collectieve actie inzake Airbus en haar controlerend accountants stranden op formele gronden: Rb. Den Haag 20 september 2023, ECLI:NL:RBDHA:2023:14036 (*SILC/Airbus*).

26 VEB heeft in ieder geval geschikt met de accountants van Landis, Ahold, Innoconcepts en Steinhoff.

27 HR 13 oktober 2006, ECLI:NL:HR:2006:AW2080 (*Vie d'Or*).

28 House of Lords 8 februari 1990, *Caparo Industriels plc v. Dickman* [1190] 2 AC 605: “What emerges is that, in addition to the foreseeability of damage, necessary ingredients in any situation giving rise to a duty of care are that there should exist between the party owing the duty and the party to whom it is owed a relationship characterized by the law as one of ‘proximity’ or ‘neighbourhood’ and that the situation should be one in which the court considers it fair, just and reasonable that the law should impose a duty of a given scope on the one party for the benefit of the other.”

29 Het feit dat het om een verzekeraar gaat en polishouders met pensioenen is denk ik een belangrijk element geweest in de beslissing van de Hoge Raad.

dat een omstandighedentoets moest worden uitgevoerd om te bepalen of in een concreet geval sprake was van een zorgplicht. Blaisse heeft beschreven dat daarmee een grijs gebied is ontstaan tussen altijd en nooit.<sup>30</sup>

Daarmee is de stand dat per casus moet worden bekeken, aan de hand van een omstandighedentoets, of er in het concrete geval een zorgplicht bestaat van de specifieke accountant jegens de betrokken derde(n).<sup>31</sup> Sedertdien is er in de rechtspraak niet veel betekenisvolle invulling gegeven aan dit toetsingskader, zeker niet voor claims van beleggers. Helder gemotiveerde uitspraken omtrent de reikwijdte van de zorgplicht, geformuleerd langs de lijnen zoals gegeven in *Vie d'Or* zijn er eigenlijk nauwelijks.<sup>32</sup> Ik merk daarbij op dat de omstandigheden toets in het *Vie d'Or*-arrest ook tamelijk zuinigjes is toegelicht.

Twee recentere arresten van de Hoge Raad over derdenaansprakelijkheid van de accountant bieden ook weinig nieuws.<sup>33</sup> Meer in het algemeen zie je in de rechtspraak die er wel is over de aansprakelijkheid van de accountant – waar het dus gaat om aansprakelijkheid tegenover andere derden dan beleggers – dat de reikwijdte van de zorgplicht in de afwegingen een beetje een ondergeschoven kind is. Op zich redt de rechtspraak zich intussen wel met de riemen die men heeft. Er wordt veel beslist op causaal verband of eigen schuld. Zaken worden bovendien geschikt en waar er wordt doorgeprocedeerd zijn de uitkomsten, tot nu toe althans, voor accountantsorganisaties niet onoverkomelijk gebleken. Wat niet wordt geschikt sneuvelt vaak alsnog, met name op causaal verband. De mij bekende toewijzingen, voor zover ik dat kan overzien, zijn financieel redelijk overzichtelijk geweest. Mij is niet bekend dat er in Nederland ooit een accountantskantoor van enige omvang ten onder is gegaan aan een schadeclaim.<sup>34</sup>

---

30 H.J. Blaisse, 'De reikwijdte van de derdenaansprakelijkheid van de accountant, het grijze gebied tussen altijd en nooit', *Ondernemingsrecht* 2013/3.

31 J.F. Garvelink, 'De Aansprakelijkheid van de controlerend accountant', in J.B.S. Hijink e.a. (red.), *Handboek Jaarrekeningenrecht (Serie Van der Heijden Instituut nr. 164)*, Deventer, Wolters Kluwer 2020, p. 1165.

32 Zoals ik elders heb toegelicht schiet de toepassing van *Vie d'Or* in de praktijk nogal eens tekort. Zie J.F. Garvelink, 'De Aansprakelijkheid van de controlerend accountant', in J.B.S. Hijink e.a. (red.), *Handboek Jaarrekeningenrecht (Serie Van der Heijden Instituut nr. 164)*, Deventer: Wolters Kluwer 2020, p. 1167.

33 HR 17 mei 2019, ECLI:NL:HR:2019:744, door mij geannoteerd in *Ondernemingsrecht* 2020/58 (over een door een accountant opgesteld onderzoeksrapport) en HR 29 januari 2021, ECLI:NL:HR:2021:149, door mij geannoteerd in *Ondernemingsrecht* 2022/80 (waar ik ben ingegaan op de norm voor aansprakelijkheid bij een overname).

34 Arthur Andersen ging uiteraard ten onder door Enron, maar dat was niet omdat er een rechter in Nederland een schadeclaim toewees. Arthur Andersen is dus niet teloorgegaan door een uitspraak van een rechter in Nederland, maar door de dreiging van claims, zodat ook die casus aan de rechtsvorming in Nederland niet heeft bijgedragen.



Ik kom hieronder op de invulling van de zorgplicht in het licht van *Vie d'Or* terug, maar maak eerst opmerkingen over de verhouding tot de jaarrekening, het maatman criterium en de verhouding tot het bestuur.

### Verhouding tot de jaarrekening (misleiding)

Beursvennootschappen krijgen normaliter een goedkeurende controleverklaring.<sup>35</sup> Die verklaring is los beschouwd een vrij oninteressante en gestandaardiseerde mededeling waarin de accountant – kort gezegd – aangeeft dat hij de jaarrekening heeft gecontroleerd en met een redelijke mate van zekerheid verklaart dat er in die jaarrekening geen materiële onjuistheden zitten. De verklaring bevat geen zelfstandige mededelingen over de toestand van de vennootschap. Weliswaar is de accountantsverklaring, mede op aandringen van de VEB, tegenwoordig wat uitgebreider dan vroeger,<sup>36</sup> maar de accountantsverklaring blijft in essentie niet meer dan een bijvoegsel bij de jaarrekening zelf.

De accountant bevestigt met een goedkeurende controleverklaring dat de jaarrekening het vereiste inzicht geeft.<sup>37</sup> Er kunnen zich echter situaties voordoen waarin dit achteraf niet het geval blijkt te zien. Voordat de accountant daarvoor aansprakelijk zal kunnen zijn, moet – logischerwijs – niet alleen vaststaan dat de accountant in de controle een beroepsfout heeft gemaakt, maar ook dat de door het bestuur opgestelde onjuiste jaarrekening waarbij desalniettemin een goedkeurende controleverklaring is afgegeven ook daadwerkelijk misleidend was. Zonder de jaarrekening is de accountantsverklaring immers als gezegd tamelijk betekenisloos.<sup>38</sup>

Voor een bespreking van de vraag wanneer een jaarrekening misleidend is (en voor wie) is in deze bijdrage geen ruimte. Het is ook geen eenvoudige vraag.<sup>39</sup> Mij lijkt bijvoorbeeld de zuivere constatering dat een jaarrekening is opgemaakt in strijd met enig verslaggevingsvoorschrift, ook als het om een materiële onjuistheid gaat, te eenvoudig.<sup>40</sup> Je moet goed kijken naar welke informatie is verstrekt en of die informatie de belegger heeft misleid. Als de verslaggevingsvoorschriften niet zijn gevolgd maar dat kenbaar was voor de gebruiker, zal die gebruiker niet zijn mis-

---

35 De mededeling van de accountant dat bij de jaarrekening geen goedkeurende verklaring kan worden gegeven zal in de praktijk leiden tot aanpassing van die jaarrekening.

36 Vergelijk NV COS 701 over het communiceren van kernpunten in de controle.

37 Art. 2:393 lid 3 jo. 2:362 lid 1 BW.

38 Dat betekent ook dat als de tuchtrechter oordeelt dat de controle niet voldoet, daarmee meestal niet gegeven is dat ook de jaarrekening tekort zou schieten. Zie J.F. Garvelink, 'De Aansprakelijkheid van de controlerend accountant', in: J.B.S. Hijink e.a. (red.), *Handboek Jaarrekeningenrecht (Serie Van der Heijden Instituut nr. 164)*, Deventer: Wolters Kluwer 2020, p. 1156 e.v. Voor een voorbeeld voor hoe dat kan uitpakken: Rb. Overijssel 9 februari 2022, ECLI:NL:RBOVE:2022:376, r.o. 5.10.

39 Deze discussie zou je kunnen plaatsen op het niveau van zowel de onrechtmatigheid als de causaliteit.

40 Daarover: A.C.W. Pijls, 'Civielrechtelijke aansprakelijkheid voor misleidende financiële verslaggeving', in J.B.S. Hijink e.a. (red.), *Handboek Jaarrekeningenrecht (Serie Van der Heijden Instituut nr. 164)*, Deventer: Wolters Kluwer 2020, p. 1125 e.v.

leid.<sup>41</sup> Als een onderneming bijvoorbeeld ten onrechte een deelneming consolideert omdat de zeggenschap over de dochter (net) niet beslissend is en uit de jaarrekening blijkt dat die deelneming is geconsolideerd, kan de jaarrekening volstrekt verkeerd zijn, maar de consolidatie is wel zeer zichtbaar. De ‘misleiding’ zit dan niet in de consolidatie, maar in het feit dat door de consolidatie gesuggereerd is dat er (iets) meer zeggenschap over de deelneming was dan feitelijk het geval was. Of dat voor de belegger nou heel wezenlijk was is een onbeantwoorde vraag. Andersom kan informatie voor de jaarrekening triviaal zijn, bijvoorbeeld een bestuursvoorzitter die wat aandelen verkoopt, terwijl dit voor de belegger wellicht doorslaggevend is bij de keuze om te beleggen.

### **Het maatman criterium**

In het kader van de vraag wanneer er sprake zou zijn van misleiding maak ik kort een uitstap naar de maatman. Bij de vraag of de jaarrekening niet alleen onjuist is, maar óók de belegger daadwerkelijk heeft misleid, komt belang toe aan het ‘maatmancriterium’. Dat criterium houdt, als bekend, in dat bij het beantwoorden van de vraag of er sprake is geweest van misleiding moet worden gekeken of de gemiddelde goed geïnformeerde belegger zou zijn misleid door de gepresenteerde informatie. Een dergelijke abstractie is nodig omdat – kort gezegd – niet mogelijk is om post-hoc in het hoofd van de individuele belegger te kijken. *So far, so good.*

Dat maatmancriterium werkt evenwel alleen als de beleggers daadwerkelijk *zelf* kennis hebben genomen van de misleidende informatie. Dat doet zich als gezegd zelden voor. De belegger kijkt veelal door de bril van beleggingsadviseurs of fondsmanagers, van analisten, vakjournalisten en natuurlijk de VEB. Als dan als maatman de gewone particuliere belegger wordt genomen, zonder rekening te houden met die bril, dan zit er een fundamenteel onjuiste feitelijke aanname in de basis van het oordeel gebakken.

Ook als je zou kijken naar transactiecausaliteit (zie hieronder) en dus vooral naar de beurskoers geldt dat die koers wordt bepaald door professionele partijen,<sup>42</sup> niet door de leden van de VEB. Het zijn die professionals die veelal misleid zullen moeten zijn voordat de belegger schade leidt. Je kunt ook daar niet de gemiddelde goed geïnformeerde belegger hanteren bij de vraag of er sprake is geweest van misleiding. Die gemiddelde goed geïnformeerde belegger heeft immers helemaal geen invloed op de koers gehad. Ik kom daar bij het bespreken van causaliteit op terug.

---

41 Voor een aardig voorbeeld Rb. Midden-Nederland 18 december 2019, ECLI:NL:RBMNE:2019:6342 (*Mondriaan/PWC*), r.o. 2.28.

42 De koers van een aandeel zal in beginsel alleen dan (significant) bewegen als de professionele markt misleid is. Zie B.J. de Jong, *Schade door misleiding op de effectenmarkt*, (*Serie Van der Heijden Instituut nr. 64*) (diss. Nijmegen), (*Serie Van der Heijden Instituut nr. 103*), Deventer: Wolters Kluwer 2010, p. 45. Zie over misleiding ook (kort) hierboven.

### Verhouding tot bestuurder

Het bestuur is belast met het besturen van de vennootschap. Het is onder meer verantwoordelijk voor het opmaken (art. 2:101 BW) en openbaar maken (2:362 BW) van een jaarrekening die een getrouw beeld geeft. De accountant controleert die jaarrekening vervolgens. De accountant is echter in tegenstelling tot het bestuur niet verbonden aan de vennootschap. De positie van de accountant is een wezenlijk andere positie dan die van bestuurders.<sup>43</sup> Het bestuur heeft vanzelfsprekend een belangrijkere en meer rechtstreekse rol bij de vennootschap en de jaarrekening dan de accountant.

Een bestuurder kan bij een misleidende jaarrekening aansprakelijk zijn op twee gronden:<sup>44</sup>

- onrechtmatige daad: hiervoor is nodig dat de bestuurder een ernstig persoonlijk verwijt kan worden gemaakt. Het gaat om een hoge drempel voor aansprakelijkheid;<sup>45</sup> en
- langs de weg van art. 2:139 BW, de *lex specialis* die bepaalt dat bestuurders aansprakelijk zijn bij een misleidende jaarrekening, waarbij geen hoge drempel geldt.

Een met art. 2:139 BW vergelijkbare bepaling bestaat niet voor de controlerend accountant die als gezegd moet worden aangesproken op grond van onrechtmatige daad (art. 6:162 BW).

Dat roept dat de vraag op hoe hoog de drempel voor aansprakelijkheid voor de accountant, een niet rechtstreekt betrokken derde, onder art. 6:162 BW zou zijn als voor de bestuurder die de jaarrekening heeft opgesteld geldt dat een ernstig persoonlijk verwijt moet kunnen worden gemaakt. Het lijkt in ieder geval lastig uit te leggen hoe de drempel voor aansprakelijkheid voor de opsteller van de jaarrekening lager zou zijn dan voor de derde die hem controleerde. Dit klemte te meer omdat in het ‘standaardgeval’ van verslaggevingsfraude bij een beursvennootschap het veelal de bestuurder is die moedwillig de cijfers heeft verdraaid en de accountant – na

---

43 De positie van commissarissen is ook weer anders. Commissarissen laat ik hier buiten beschouwing om de discussie niet te gedetailleerd te maken.

44 Ik houd het kort onder verwijzing naar Van Bekkum, ‘Civielrechtelijke aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen vanwege de jaarrekening’, in J.B.S. Hijink e.a. (red.), *Handboek Jaarrekeningenrecht*, (Serie Van der Heijden Instituut nr. 164), Deventer: Wolters Kluwer 2020, p. 1106 e.v.

45 Zie (onder andere) HR 6 oktober 1989, ECLI:NL:HR:1989:AB9521 (*Beklamel*) en HR 5 september 2014, ECLI:NL:HR:2014:2627 (*RCI/Kastrop*), r.o. 4.2.

uitdrukkelijke bevestiging van het bestuur dat alles in orde is<sup>46</sup> – dat niet heeft geconstateerd.

De Hoge Raad geeft in het arrest *Breeweg/Wijnkamp*<sup>47</sup> overigens in mijn ogen geen antwoord op die vraag. Daar staat weliswaar dat de norm voor aansprakelijkheid van de individuele advocaat die van de redelijk handelend en bekwaam advocaat is, waarvoor niet vereist is dat er sprake is van een ernstig persoonlijk verwijt. Maar die casus is wezenlijk anders de situatie die centraal staat in deze bijdrage. Effectief zegt de Hoge Raad in het arrest naar mijn idee vooral dat voor de individuele advocaat en het kantoor in de verhouding tot de opdrachtgever geen verschillende maatstaven gelden.<sup>48</sup>

### **Reikwijdte zorgplicht accountant jegens de belegger (nogmaals *Vie d'Or*)**

Causaliteit vormt een drempel voor claims van beleggers en zal daarmee het aansprakelijkheidsrisico voor accountants mitigeren. Ook de duur en kosten van een – veelal – collectief te voeren procedure zullen daaraan bijdragen. Dogmatisch is dat evenwel minder bevredigend.

De vraag blijft dan immers onbeantwoord waar in het door Blaisse benoemde grijze gebied tussen altijd en nooit de aansprakelijkheid van de accountant jegens de belegger zou moeten beginnen. De vraag is ook of de omstandighedentoets uit het *Vie d'Or*-arrest soelaas biedt.

Een aantal elementen spreekt tegen de ‘altijd’ benadering waar de accountant die een beroepsfout maakt daarmee ook meteen een zorgplicht jegens de belegger schendt. Ik acht van belang:

- het bijna ongelimiteerde risico dat dan gekoppeld zou zijn aan een ‘gewone’ fout; de potentieel verstrekkende maatschappelijk onwenselijke gevolgen van het zich verwezenlijken van dat (onverzekerbare) risico;

---

46 Onderdeel van elke controle zal zijn een schriftelijke bevestiging van het bestuur dat de jaarrekening getrouw is en dat alle relevante informatie is verstrekt. Vergelijk NV COS 580 ‘schriftelijke bevestigingen’.

47 HR 18 september 2015, ECLI:NL:HR:2015:2745, NJ 2016/66 (*Breeweg/Wijnkamp*).

48 Het arrest is nogal bekritiseerd in de literatuur, maar dat gaat het bestek van deze bijdrage te buiten. Ik volsta met een opsomming van de mij bekende besprekingen: W.F. Hendriksen & L.H. Rammeloo, ‘De praktijkvennootschap en het (niet kunnen) voorkomen van persoonlijke aansprakelijkheid voor beroepsfouten’, *Ondernemingsrecht* 2017/23, P. van Schilfgaarde, noot onder HR 18 september 2015 (*Breeweg/Wijnkamp*), NJ 2016/66, D.K. Baas & L. Verlinden, ‘Beroepsaansprakelijkheid van de advocaat die geen opdrachtnemer is’, *AV&S* 2016/44, S.C.J.J. Kortmann, noot onder HR 18 september 2015 (*Breeweg/Wijnkamp*), *JOR* 2015/289, en R.S. Meijer, ‘Over aansprakelijkheid van advocaten en andere beroepsbeoefenaren’, *AA* 2016, p. 441 e.v.

- het feit dat de accountant geen beleggingsadviseur is en de verklaring bij de jaarrekening ook niet bedoeld is als advies of uitnodiging om een belegging te doen;
- het ontbreken van een rechtstreekse relatie tussen accountant en belegger;
- het gegeven dat beleggers risicokapitaal verschaffen en dat zij voor het nemen van dat risico ook worden beloond (met een hoger rendement). De aard van de schade rechtvaardigt geen ruime bescherming; en
- het feit dat beleggers risico kunnen spreiden en daarmee de impact van een eventueel verlies op een individuele belegging makkelijk kunnen dragen.

Voor de ‘nooit’ benadering is in de Nederlandse context echter ook geen ruimte. Ik zie ook niemand dat betogen:

- in *Vie d’Or* is die discussie eigenlijk beslecht en ik zie in de rechtspraak nadien ook geen neiging om daarop terug te komen;
- het zou ook miskennen dat de accountantsverklaring zich wel degelijk onder meer uitstrekt tot de belegger; en
- het zou niet passen bij de maatschappelijke positie van de accountant.

Waar in het grijze gebied dan de streep te trekken? Dat is lastig: *Vie d’Or* trekt geen streep maar creëert juist bewust een grijs gebied, waarbij steeds per geval op grond van de concrete omstandigheden moet worden bekeken of er een zorgplicht was.

Een mate van terughoudendheid bij het aannemen van een zorgplicht jegens beleggers lijkt mij intussen wel nodig. Als daar geen drempel voor aansprakelijkheid ligt ontstaat een niet werkbare situatie waarbij elke materiële onjuistheid in de jaarrekening ertoe leidt dat de accountant koersverliezen van beleggers zou moeten compenseren. Dat geldt temeer als in de causaliteitssfeer met aannames (transactie-causaliteit) zou worden gewerkt.

Ik illustreer dat als volgt. Jaarrekeningen en verslaggevingsvoorschriften zijn, zeker bij grotere ondernemingen, complex. Het gaat om heel veel posten en heel veel voorschriften. Het komt vrij regelmatig voor dat er materiële onjuistheden in een jaarrekening zitten die in een later jaar gecorrigeerd worden (de verslaggevingsvoorschriften kennen daarvoor het verschijnsel *foutherstel*).<sup>49</sup> Dat gaat normaliter niet over bewuste misrepresentatie, maar om het verkeerd interpreteren van verslaggevingsnormen, verkeerde rubricering of andere menselijke omissies. De accountant heeft dat dan bij de controle kennelijk gemist (anders was het meteen aangepast en was er in een later jaar geen *foutherstel* nodig). Bij een simplistische benadering

---

<sup>49</sup> Goed kwantitatief onderzoek kan ik niet vinden, maar uit het artikel van B. Kamp & V. van Pelt, ‘De mededeling omtrent gebleken fundamentele fouten, ooit een desaveu-verklaring gezien?’, *MAB* 88<sup>e</sup> jaargang (september 2014) p. 350, en verder is wel af te leiden dat het nogal eens voorkomt. In de RJ en IFRS zijn ook specifieke voorschriften gegeven voor *foutherstel*, hetgeen laat zien dat het een vrij gebruikelijk verschijnsel is.

is bij een dergelijke materiële fout de jaarrekening misleidend en raakt daardoor de maatman belegger misleid. De accountant heeft de fout gemist. Als hem daarvan een vaktechnisch verwijt te maken is heeft hij zijn zorgplicht geschonden.<sup>50</sup> Hanteer je dan een vorm van transactiecausaliteit (zie hieronder) dan kan ook causaal verband snel gegeven zijn. De accountant zou dan per saldo gehouden zijn koersverschillen te compenseren en met zijn verklaring bijna een soort koersgarantie geven.

Nu geloof ik niet dat er schrijvers zijn die betogen dat dit de bedoeling is, maar de optelsom van het aannemen van misleiding bij materiële fouten, een lage drempel voor het aannemen van een zorgplicht en aannames op het gebied van causaliteit – zie opnieuw hieronder – zou daar wel toe kunnen leiden.

Blaisse heeft bepleit hier aansluiting te zoeken bij het criterium van voorzienbaarheid zoals genoemd in *Vie d'Or*.<sup>51</sup> De accountant zou dan concreet moeten hebben voorzien dat een specifieke partij een transactie zou doen.<sup>52</sup> Gewone transacties op de beurs zouden aan dat criterium niet voldoen.

Een andere oplossing zou zijn het verhogen van de drempel voor aansprakelijkheid zoals die ook geldt voor bestuurders die op grond van onrechtmatige daad worden aangesproken. De accountant moet dan een ernstig persoonlijk verwijt gemaakt kunnen worden, maar blijft buiten schot bij ‘gewone’ tekortkomingen in de controle. Dat heeft als voordeel dat de mogelijke asymmetrie die ik hierboven beschreef vermindert en er ontstaat een duidelijke koppeling tussen de aard van de gedraging en aansprakelijkheid. Daar is ook in moreel opzicht iets voor te zeggen.

Een dergelijke benadering, waarin de ernst van de fout een rol speelt in de vraag of er in een concreet geval sprake is van een zorgplichtschending, zodat niet iedere fout daarvoor voldoende is, past ook in de door de Hoge Raad in *Vie d'Or* verordende omstandighedentoets, waar “de ernst van de geconstateerde schending” genoemd wordt als één van de te wegen factoren.

Zoals al aangegeven is causaliteit nu vaak de drempel waar vorderingen op vastlopen.<sup>53</sup> Dat is de minder principiële – of elegante – route maar het bespreken waard.

---

50 Het is uiteraard niet zo dat dat een gegeven is. Als de accountant bijvoorbeeld is misleid door het bestuur zal dat niet snel het geval zijn.

51 Uiteraard kan de mate van voorzienbaarheid ook later nog terugkomen als beoordeeld zou moeten worden of er sprake is van toerekenbaarheid in de zin van art. 6:98 BW.

52 Elke accountant weet dat er elke dag wordt gehandeld in elk beursfonds maar dat zou dan dus niet voldoende zijn om voorzienbaarheid aan te nemen, anders zou het criterium zonder betekenis zijn.

53 Bijvoorbeeld Hof Arnhem-Leeuwarden 30 mei 2013, ECLI:NL:GHARL:2023:4512 (*Cimjo/X*), r.o. 3.37 e.v.

### Vertrouwen op de accountantsverklaring? Causaliteit (conditio sine qua non)

Op de accountantsverklaring als zodanig kan de belegger als gezegd niet vertrouwen want hij verschaft eigenstandig geen informatie. Maar dat betekent niet dat die verklaring geen vertrouwen kan wekken, want dat is juist het doel van de verklaring. De verklaring dient ertoe dat de gebruiker van de jaarrekening met een grotere mate van zekerheid mag en kan uitgaan van de juistheid van de jaarrekening. Zie daar de hierboven beschreven maatschappelijke functie. Dat er een *conditio sine qua non*-verband kan bestaan tussen een goedkeurende accountantsverklaring en een beleggingsbeslissing is duidelijk.<sup>54</sup> Een gegeven is het echter zeker niet. De gemiddelde belegger neemt lang niet altijd zakelijke – laat staan zorgvuldig geresearchte – beleggingsbeslissingen. De VEB wijst daar ook op.<sup>55</sup> Mensen beleggen ook omdat ze naar Harry Mens hebben gekeken, iets in de krant lazen, of op de camping zitten en zich mildelijk vervelen.<sup>56</sup>

Dat kan het moeilijk maken om csqn-verband vast te stellen. Die moeilijkheidsgraad is bovendien heel casusspecifiek. Als op maandag de jaarrekening met goedkeurende verklaring wordt gepubliceerd, iemand op dinsdag die jaarrekening analyseert en diezelfde dinsdag een aandeel koopt waarna op woensdag 99% van de beurswaarde wordt weggevaagd omdat de jaarrekening één grote leugen was lijkt het nog relatief eenvoudig. Meestal is het echter veel ingewikkelder. Wat bijvoorbeeld bij het volgende – nog steeds zeer eenvoudige – voorbeeld.<sup>57</sup> De jaarrekening wordt in april gepubliceerd, een belegger leest in augustus in het *FD* iets optimistisch en koopt een aandeel, in september stijgt de koers op de interim cijfers en in december blijkt dat het onderhanden werk in de jaarrekening 10% overgewaardeerd is geweest; een materiële onjuistheid.<sup>58</sup> Dan wordt het zeer ingewikkeld. Hoe ga je dan vaststellen dat er een causaal verband is geweest tussen de goedkeurende controleverklaring van de accountant en de aankoopbeslissing? En hoe stel je vast dat daaruit schade is voortgevloeid?<sup>59</sup>

---

54 Ik heb het in dit deel over het *conditio sine qua non*-verband en niet over causaliteit, omdat in dat laatste begrip ook de toerekeningsvraag besloten ligt en die behandel ik hier niet (hoewel er van alles over te zeggen is).

55 <https://www.veb.net/beleggen-in-aandelen/aandelen-kopen-zou-je-dat-wel-doen/>.

56 Zie <https://nl.wikipedia.org/wiki/Campinghausse>: “Campinghausse is de gangbare benaming voor de dramatische en onverwachte stijging die de beursindex AEX doormaakte in de maanden juli en augustus 1997. De naam suggereert dat de stijging veroorzaakt werd door particuliere beleggers, die met de toen nieuwe mobiele telefoons vanaf het vakantieadres orders bleven doorgeven. Op het hoogtepunt in augustus steeg de AEX tot boven de duizend punten (in guldens; ruim 450 in euro’s), 56% hoger dan de waarde op 1 januari 1997.”

57 Normaliter zal het aantal factoren groter zijn en feitelijk bijzonder lastig vast te stellen.

58 Ik heb geen kwantitatief onderzoek gedaan, maar ik vermoed dat het eerste gevalstype de publiciteit trekt, terwijl het tweede gevalstype veel vaker voorkomt.

59 Toerekening zou daar ook ingewikkeld zijn maar dat onderwerp laat ik als gezegd links liggen.

Dat het vaststellen van csqn-verband lastig is en daarmee een barrière vormt voor een claim van een belegger is onderkend. In de zaak van de VEB tegen *World Online* helpt de Hoge Raad de belegger, door als uitgangspunt aan te nemen dat causaal verband aanwezig is.<sup>60</sup> Zie (de veelbesproken) r.o. 4.11.2:

*“Met het oog op die effectieve rechtsbescherming en gelet op de met de prospectusvoorschriften beoogde bescherming van (potentiële) beleggers tegen misleidende mededelingen in het prospectus, zal tot uitgangspunt mogen dienen dat conditio sine qua non-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aanwezig is.”*

Uit het arrest blijkt evenwel duidelijk dat dit een uitzondering is die zijn rechtvaardiging vindt in de bescherming van beleggers die is beoogd in de regelgeving voor prospectussen. Het arrest richt zich bovendien op degene die het prospectus zelf openbaar maakt, met het oogmerk beleggers te interesseren,<sup>61</sup> niet op een derde die een verklaring geeft bij een document dat daar niet voor is bedoeld.<sup>62</sup>

Het hanteren van een dergelijke benadering zou bovendien sterk lijken op het toepassen van de ‘omkeringsregel’.<sup>63</sup> Die doet evenwel naar vaste rechtspraak geen opgeld bij het aanspreken van een accountant voor beleggersverlies.<sup>64</sup>

Dat het voor een belegger soms lastig zal zijn csqn-verband aan te tonen tussen de goedkeurende verklaring bij een jaarrekening en geleden beleggingsverlies is meer in het algemeen denk ik geen reden om – zeker ten opzichte van anderen dan de uitgevende instelling zelf – snel in te grijpen in de normale regels voor het bewijzen van conditio sine qua non verband. De aard van de schade (risicokapitaal) noopt ook niet tot het verlichten van die regels. De meeste gevallen van particuliere schade zijn erger dan enig verlies op aandelenbeleggingen en daar wordt in beginsel ook niet ingegrepen in de bewijslastverdeling.

Ik zou ook overigens waken voor het te makkelijk aannemen van een csqn-verband, omdat dat het reële risico met zich brengt dat de accountant als ‘derde’ wordt ver-

---

60 HR 27 November 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162 (*World Online*), r.o. 4.11.2.

61 Als gezegd is dat niet het doel van de jaarrekening.

62 In de *World Online*-casus is voor zover mij bekend geen accountant aangesproken.

63 De gedachte dat als onrechtmatig handelen vast staat causaliteit zou worden aangenomen behoudens ontkrachting door de aangesproken partij. Het gaat niet om daadwerkelijke omkering van de bewijslast maar om een bewijsvermoeden dat kan worden ontzenuwd, waarna de bewijslast (weer) bij eiser ligt. Zie hierover voor meer detail Asser Procesrecht/Asser 3 2023/292 e.v.

64 Zie bijvoorbeeld het Hof den Haag in de *Vie d’Or*-casus, 27 mei 2004, *NJ* 2004/470, r.o. 10.12, bevestigd door de Hoge Raad in r.o. 6.1.2 van het arrest. Zie ook de conclusie van AG Hartlief bij HR 22 september 2017, *JOR* 2018/30, nr. 3.36. Recenter, Rb. Overijssel 9 februari 2022, ECLI:NL:RBOVE:2022:376: “Daargelaten dat de omkeringsregel niet van toepassing is omdat – naar vaste rechtspraak – de door EY geschonden algemene norm niet strekt tot het voorkomen van een specifiek gevaar ter zake van het ontstaan van schade (...)”. In diezelfde zin: J.E. Brink-van der Meer, *Accountantsaansprakelijkheid* (R&P nr. CA20), 2018/5.4.4.2.



oordeeld schade te vergoeden ten gevolge van misleiding die hij niet daadwerkelijk heeft veroorzaakt. Dat gevaar ligt op de loer waar wordt gewerkt met aannames of vermoedens. Waar dat bij prospectusaansprakelijkheid nog te billijken is, moet dat niet te ver worden doorgetrokken. In beginsel moet aansprakelijkheid berusten op feiten; als de feiten lastig zijn te bewijzen is dat geen grond dan de bewijsrechtelijke bocht dan maar af te snijden.

Csqn-verband zou kunnen worden geconstrueerd op de gedachte dat (misleidende) informatie invloed zou hebben op de beurskoers. De belegger heeft dan mogelijk tegen een hogere dan de ‘juiste’ koers gekocht, hetgeen voldoende zou zijn om csqn-verband aan te nemen. Dit marktmodel, of transactiecausaliteit<sup>65</sup>, lijkt mij in ieder geval ten opzichte derden, zoals de accountant, lastig te hanteren. Het (ontbreken van) een koersbeweging kan zeker een element zijn in het beantwoorden van de vraag of er een csqn-verband is, maar in de meeste gevallen zal het niet voldoende zijn om dat verband aan te nemen. Het riekt daarvoor te veel naar een aanname.<sup>66</sup> Zeker in combinatie met het maatmancriterium (zie hierboven) vervang je dan het vaststellen van feiten door een combinatie van theoretische constructen. Dat is onvoldoende basis voor rechtspraak. Soms zijn de feiten niet goed vast te stellen: dat los je niet op door ze dan maar aan te nemen. De loutere mogelijkheid dat er schade is ontstaan volstaat ook niet voor het aannemen van csqn-verband.<sup>67</sup>

Daarbij speelt ook een rol dat de correlatie tussen informatie in de jaarrekening enerzijds en de beurskoers anderzijds vaak nauwelijks te duiden is. Dat zal ook verband houden met het feit dat de beurskoers veelal een toekomstverwachting uitdrukt, terwijl de jaarrekening vooral retrospectieve informatie bevat en zeker los beschouwd niet geschikt is om beleggingsbeslissingen op te baseren. Een duidelijk verband tussen de jaarrekening en de koers van een aandeel is veelal ook niet makkelijk te leggen. Adyen had op een gegeven moment een koers-winstverhouding van 150 (de koers stond dus geheel los van de in de voorafgaande periode behaalde winst). De beurskoers van Nederlandse banken ligt daarentegen, zoals de VEB terecht opmerkt, structureel onder de intrinsieke waarde, zodat er kennelijk geen verband is tussen de balans en de koers. De waarde van de merkenrechten van Apple, waarschijnlijk het belangrijkste actief, zul je bij Apple niet terugvinden in de balans. Ik geef maar wat voorbeelden, maar als er in die jaarrekeningen iets niet klopt, zelfs als de fout materieel is, zie ik niet snel een helder verband tussen jaarrekening en beurskoers.

---

65 B.J. de Jong, *Schade door misleiding op de effectenmarkt*, (Serie Van der Heijden Instituut nr. 103), Deventer: Wolters Kluwer 2010, p. 43 e.v.

66 In het voorbeeld van hierboven waar later blijkt dat één post op de balans een – weliswaar materiële – maar niet spectaculaire onjuistheid bevat is het vaststellen van de ‘juiste’ koers – wat dat ook precies zou betekenen – in feite niet veel meer dan een *educated guess*.

67 Zie ook B.J. de Jong bij het bespreken van de *Landis*-uitspraak van de rechtbank Amsterdam in: ‘Schade door misleiding op de effectenmarkt revisited’, *Ondernemingsrecht* 2016/25, §3.2

Het feit dat de beurskoers veelal een toekomstverwachting is maakt het ook lastig de rekening voor de teleurstelling van die verwachting bij de controlerend accountant – die zich over de juistheid van die verwachting nooit heeft uitgesproken – neer te leggen. In het voorbeeld van Adyen zie niet snel hoe een derde effectief voor die multiplier van 150 op kan draaien.<sup>68</sup> Zelfs als daar csqn-verband is ontbreekt er een basis voor toerekening.

Een andere complicatie voor het toepassen van deze benadering van causaliteit bij de accountant is dat naast de controleverklaring bij de jaarrekening nog tal van andere bronnen van informatie kunnen bijdragen aan een investeringsbeslissing. Denk aan persberichten, tussentijdse cijfers, uitingen van bestuurders, etc. De accountant heeft daarin geen rol en heeft daarop ook maar beperkte invloed. Bij het aanspreken van de uitgevende instelling zelf is dat minder complicerend, omdat al die uitingen vaak hun bron in de onderneming zelf hebben, maar voor het vaststellen van causaal verband ten opzichte van de accountant is dat complicerend.<sup>69</sup>

In beginsel zou ik dus menen dat er voor het aannemen van causaal verband sprake moet zijn van het door een belegger daadwerkelijk vertrouwen op de controleverklaring bij de jaarrekening bij de investeringsbeslissing. Bij het beantwoorden van die vraag kunnen marktmodellen of transactiecausaliteit wel een element zijn dat wordt meegewogen in de bewijsvoering, maar of er is vertrouwd op de controleverklaring blijft een feitelijke vraag die niet beantwoord kan worden met een theoretische benadering.

### **Afsluitend**

De vraag wanneer de accountant aansprakelijk is jegens de belegger blijft onbeantwoord maar ik hoop te hebben bijgedragen aan het debat. Ik sta daarbij een terughoudende benadering voor. Hoe dat in de praktijk uitpakt zal - als het aan de VEB ligt - ongetwijfeld ooit blijken.

---

68 Ik heb niet berekend wat de multiplier precies zou zijn (effectief betaal je veel meer dan 150 keer de verwachte winst omdat je contant zou moeten maken naar het moment van aankoop) maar het punt zal duidelijk zijn.

69 Rb. Midden-Nederland 18 december 2019, ECLI:NL:RBMNE:2019:6342 (*Mondriaan/PWC*), in r.o. 2.29 sneuvelt daar (naast het feit dat het een risicovolle investering was) de vordering van Mondriaan op.