

objectieve uitleg zou moeten worden gemaakt. Een soortgelijke overweging geldt voor de uitleg van statuten: een situatie waarbij alle bij de statuten belanghebbende (rechts) personen bekend en partij zijn, zal zich niet snel voordoen, zodat ook hier het rechtszekerheidsargument en het belang aan een uniforme uitleg zwaar weegt.

Heeft het Condor-arrest dan nog invloed op andere vormen van objectieve uitleg in het handelsverkeer, zoals de uitleg van notariële akten waarbij (beperkte) rechten op onroerende zaken worden gevestigd of overgedragen?²² Dat is mijns inziens onwaarschijnlijk, omdat voor objectieve uitleg in dit soort gevallen een andere grondslag bestaat dan voor de objectieve uitleg van cao's en aanverwante documenten. Daar zijn het de rechtszekerheid en de betrouwbaarheid van de openbare registers die nopen tot een puur objectieve uitleg. Een specifieke beschermingsgedachte ten bate van één der partijen is daar niet direct aanwijsbaar en elke uitzondering op een objectieve uitleg verhoudt zich per definitie niet met de vereiste eenduidigheid en helderheid van openbare registers in heden en toekomst. Hierbij weegt mee dat de derden die (mogelijk) op de openbare registers een beroep zullen en kunnen doen niet op voorhand bekend zijn en dat een subjectiever uitleg dus een reëel gevaar op een niet-uniforme uitleg en dus op rechtsonzekerheid te weegbrengt. Uitzonderingen op de objectieve uitleg van dergelijke notariële akten ligt dan ook niet voor de hand.

Een laatste observatie houdt verband met objectieve uitlegfactoren binnen de Haviltex-norm. Sinds het DSM/Fox-arrest staat buiten twijfel dat objectieve elementen ook binnen Haviltex een belangrijke rol (kunnen) spelen, vooral wanneer een rechtshandeling voorzienbaar betrekking heeft op grote groepen derden. Als een rechtshandeling meer is bestemd om de positie van derden te beïnvloeden, dan winnen objectieve uitlegfactoren aan gewicht. In het Condor-arrest benadrukt de Hoge Raad eens te meer dat tussen de Haviltex- en de cao-norm een vloeiende overgang bestaat en dat de precieze wijze van uitleg afhankelijk is van de feiten en omstandigheden van het geval. Het Condor-arrest toont aan dat zelfs in het geval van de uitleg van cao's en aanverwante documenten, waarbij tot op heden van een solide objectieve uitleg werd uitgegaan, niet altijd een objectieve uitleg wordt gevolgd. Tegen deze achtergrond ligt het dan ook minder de hand dat de Hoge Raad in andere situaties waar derden betrokken bij zijn – uitleg van algemene voorwaarden, een derdenbeding, kwalitatieve rechten en verplichtingen –²³ in de toekomst een algemeen geldende, harde objectieve uitlegnorm zal formuleren. Hetzelfde geldt – helaas – voor de toe te passen norm bij de uitleg van commerciële contracten, waar om andere redenen dan de betrokkenheid van

22 Voor dit laatste zie HR 8 december 2000, NJ 2001/350, waarbij het gaat om "(...) de in de notariële akte van levering tot uitdrukking gebrachte partijbedoeling die moet worden afgeleid uit de in deze akte opgenomen, naar objectieve maatstaven in het licht van de gehele inhoud van de akte uit te leggen omschrijving van de over te dragen onroerende zaak."

23 Eerder heb ik ten aanzien van dit soort rechtshandelingen een objectieve uitleg bepleit: zie mijn deel van het preadvies voor de VBR: H.N. Schelhaas & W.L. Valk, *Uitleg van rechtshandelingen* (preadvies VBR), Zutphen: Paris 2016, p. 125-131.

derden wel voor een objectieve of letterlijke uitleg wordt gepleit.²⁴

3.4 Conclusie

Het Condor-arrest brengt geen landverschuiving teweeg, maar verduidelijkt wel de precieze rationes voor de objectieve cao-norm, en maakt daarbij de reikwijdte van de cao-norm ook inzichtelijker: niet in alle gevallen moeten cao's en aanverwante rechtshandelingen objectief worden uitgelegd. De Hoge Raad heeft zich in het verleden niet scheutig getoond in het aanvaarden van een objectieve uitleg van andere rechtshandelingen dan cao's en bijvoorbeeld geen harde algemeen geldende objectieve uitlegnorm voor commerciële contracten of algemene voorwaarden aanvaard. Het onderhavige arrest maakt duidelijk dat ook in gevallen waar de objectieve cao-uitleg wel als harde regel werd aanvaard, toch een subjectieve uitleg mogelijk is. Hoe gerechtvaardigd dat in het onderhavige geval ook moge zijn, het maakt mijns inziens wel duidelijk dat de Hoge Raad zich in andere gevallen vermoedelijk niet scheutig zal tonen bij het aanvaarden van een algemeen geldende objectieve uitlegnorm.

Prof. mr. H.N. Schelhaas

Aansprakelijkheid

Ondernemingsrecht 2017/89

Hoge Raad (Civiele kamer) 30 september 2016, nr. 14/05660 m.nt. mr. drs. A.C.W. Pijls¹

JOR 2017/8
JWB 2016/340
JONDR 2016/1154
NJB 2016/1831
RvdW 2016/1003
AB 2016/398
RF 2017/22
O&A 2016/88
NJ 2017/47
ECLI:NL:HR:2016:2213

24 Zie mijn deel van het hiervoor vermelde preadvies: H.N. Schelhaas & W.L. Valk, *Uitleg van rechtshandelingen* (preadvies VBR), Zutphen: Paris 2016, p. 135-137. In ditzelfde preadvies pleit Valk (p. 43-49) juist tegen het aanvaarden van een andere uitlegnorm ten aanzien van uitonderhandelde commerciële contracten. Uit het Mexx/Lundiform-arrest volgt dat commerciële contracten als uitgangspunt gewoon conform de Haviltex-norm moeten worden uitgelegd: HR 5 april 2013, ECLI:NL:HR:2013:BY8101. Recent heeft de Hoge Raad een arrest van het Hof vernietigd, waarbij het Hof overwoog dat bij de uitleg van een brief tussen commerciële partijen als uitgangspunt beslissend gewicht moest worden toegekend aan de meest voor de hand liggende taalkundige betekenis van de woorden van de brief: "De vraag hoe deze brief moet worden uitgelegd, dient te worden beantwoord aan de hand van de wilsvertrouwensleer, zoals neergelegd in de art. 3:33 en 3:35 BW. Daarbij zijn alle omstandigheden van het geval van belang en komt geen beslissend gewicht toe aan de meest voor de hand liggende taalkundige betekenis van de in de brief gebruikte bewoordingen, ook niet als uitgangspunt."

1 Arnoud Pijls is docent Ondernemingsrecht en Financieel recht aan de Erasmus School of Law.

De Staat is niet aansprakelijk voor informatie verspreid door de minister van Financiën tijdens de reddingsoperaties van het Fortis-concern.

Stichting Fortis Effect e.a./De Staat der Nederlanden

1. Feiten en het geschil

De geschiedenis van de ondergang van het Fortis-concern is inmiddels denk ik bij iedereen wel bekend. Deze ondergang heeft de afgelopen jaren al tot tal van rechterlijke uitspraken geleid. Het hier te bespreken arrest van de Hoge Raad betreft de aansprakelijkheidsprocedure die beleggers in het aandeel Fortis hebben ingesteld tegen de Nederlandse Staat, omdat de Staat – bij monde van zijn toenmalig minister van Financiën – in de week van 28 september 2008 misleidende informatie zou hebben verspreid in het kader van de reddingsoperaties van Fortis. Aanvankelijk was de procedure ook gericht tegen Fortis zelf, maar omdat ten tijde van het arrest van de Hoge Raad met Fortis inmiddels een (collectieve) schikking was bereikt, is in dit cassatieberoep alleen nog de (afwijzing van de) vordering tegen de Staat aan de orde.²

Voor het uitgebreide feitenrelaas verwijs ik naar r.o. 3.1 van het onderhavige arrest en naar r.o. 2.1-2.2.40 van het arrest van het hof.³ Voor de hier te bespreken cassatieprocedure zijn met name van belang de mededelingen die toenmalig minister van Financiën Wouter Bos heeft gedaan naar aanleiding van de eerste reddingsoperatie van Fortis in het weekend van 27-28 september 2008, en de mededelingen die hij later die week heeft gedaan in de aanloop naar de tweede reddingsoperatie op vrijdag 3 oktober 2008.⁴ De mededelingen kenmerken zich door een patroon van relatief optimistische berichtgeving, waarin enerzijds stevast wordt benadrukt dat klanten en andere stakeholders van Fortis vertrouwen kunnen hebben in (het voortbestaan van) Fortis en waarin dit steeds wordt gerelateerd aan het belang van de stabiliteit van het financiële stelsel, maar waarin anderzijds – en dat geldt dan met name voor de mededelingen in de aanloop naar de tweede reddingsoperatie – geen openheid van zaken wordt gegeven ten aanzien van de almaar slechter wordende liquiditeitspositie van Fortis en de in dat verband op handen zijnde tweede reddingsoperatie. Beleggers die in de week van 28 september aandelen Fortis hebben (bij)gekocht (of die hebben besloten hun bestaande positie in Fortis aan te houden in plaats van af te bouwen), voelen zich door deze berichtgeving misleid en wensen de

koersschade die zij hierdoor (beweerdelijk) hebben geleden te verhalen op de Staat. Zij hebben zich verenigd in de Stichting Fortis Effect en hebben door middel van een collectieve actie (onder meer) een verklaring voor recht gevorderd dat de Staat onrechtmatig heeft gehandeld door het verstrekken van onjuiste en misleidende informatie. De rechtbank heeft de vordering afgewezen en het hof heeft het vonnis van de rechtbank bekrachtigd voor zover het de (niet-)aansprakelijkheid van de Staat betreft. Tegen dit afwijzende oordeel van het hof richt zich het cassatieberoep.

2. Beslissing

2.1 Inleiding

Centraal in deze zaak staat de vraag of de Staat tegenover beleggers in Fortis aansprakelijk is op grond van de informatie die in de week van 28 september 2008 is verspreid over de reddingsoperaties van Fortis.⁵ De klachten die het middel tegen het afwijzende oordeel van het hof formuleert, hebben volgens de Hoge Raad deels betrekking op de maatstaf die het hof bij het beantwoorden van de onrechtmatigheidsvraag heeft aangelegd en deels op de toepassing van die maatstaf.⁶ De Hoge Raad bespreekt de klachten aan de hand van dit onderscheid.

2.2 De maatstaf

De bepaling waar het in deze aansprakelijkheidsprocedure in de kern om draait, is het informatiemanipulatieverbod van art. 5:58 lid 1, aanhef en onder d, (oud) Wft.⁷ Deze bepaling vormt de implementatie van art. 5 jo. art. 1 lid 2 van de oude Richtlijn marktmisbruik⁸ en is thans opgenomen in art. 15 jo. art. 12 lid 1, aanhef en onder c van de Verordening marktmisbruik.⁹ Het hof heeft bij de toepassing van deze bepaling vooropgesteld dat bij het beantwoorden van de vraag of van de uitlatingen van de Staat een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is, moet worden uitgegaan van de vermoedelijke verwachting van een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger tot wie de uitlating zich richt of die zij bereikt (hierna ook wel aangeduid als 'de maatman-belegger').¹⁰ Deze maatstaf, die aansluit bij de maatstaf uit het World Online-arrest,¹¹ wordt volgens de Hoge Raad door het middel in algemene zin niet bestreden.¹² In reactie op de cassatieklacht waarin wordt betoogd dat bij de toepassing van art. 5:58 (oud) Wft voor de minister bij zijn publieke taakvervulling een strengere maatstaf moet gelden, oordeelt de Hoge Raad daarna als volgt:¹³

2 Recent heeft het Hof Amsterdam in een tussenbeschikking bepaald dat het verzoek tot algemene verbindendverklaring van deze schikking in het kader van de WCAM vooralsnog niet kan worden toegewezen, zie Hof Amsterdam 16 juni 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:2257 (*Ageas SA/N.V e.a./X e.a.*).
3 Zie Hof Amsterdam 29 juli 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:3005 (*Stichting Fortis Effect e.a./De Staat der Nederlanden en Ageas N.V.*).
4 Zie voor de mededelingen die de minister naar aanleiding van de eerste reddingsoperatie heeft gedaan r.o. 3.1 onder (vii) – (xviii) van het onderhavige arrest, en zie voor de mededelingen die de minister in de aanloop naar de tweede reddingsoperatie heeft gedaan r.o. 3.1 onder (xix) – (xxii) van het onderhavige arrest. Zie voor een overzicht van de verschillende mededelingen van de minister ook het volgende YouTube-filmpje: www.youtube.com/watch?v=bS_1k1PGJAI.

5 R.o. 3.3.1 eerste volzin.

6 R.o. 3.3.2 eerste volzin.

7 R.o. 3.4.1 eerste volzin.

8 Richtlijn 2003/6/EG (*PbEG* 2003, L 96/16).

9 Verordening (EU) nr. 596/2014 (*PbEU* 2014, L 173/1).

10 Zie r.o. 3.4.2 eerste volzin van het onderhavige arrest en zie Hof Amsterdam 29 juli 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:3005 (*Stichting Fortis Effect e.a./De Staat der Nederlanden en Ageas N.V.*), r.o. 4.2.5.

11 HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (*VEB e.a./World Online e.a.*), r.o. 4.10.3.

12 R.o. 3.4.2 tweede volzin.

13 R.o. 3.5.2.

“[Deze klacht] gaat (...) uit van een onjuiste rechtsopvatting. *De hoedanigheid waarin iemand informatie verspreidt, is een van de omstandigheden die moeten worden meegewogen bij de toetsing aan art. 5:58 Wft, maar leidt niet tot een verandering van de maatstaf zelf.* Uit de overwegingen van het hof blijkt dat het heeft onderkend en meegewogen dat de onderhavige uitlatingen door of namens de minister werden gedaan (...).” (toevoeging en curs. ACWP)

En over de cassatieklacht die aanvoert dat de Staat (de minister) niet passief had mogen blijven toen beleggers door Fortis, voor de Staat kenbaar, werden misleid, en dat de minister de misleidende uitlatingen van Fortis had moeten corrigeren, oordeelt de Hoge Raad als volgt:¹⁴

“Deze klacht berust op een onjuiste rechtsopvatting. Op de minister rustte geen verplichting om uitlatingen van de zijde van Fortis te corrigeren *buiten het geval dat de informatieverstrekking door de minister zelf zonder deze correctie misleidend zou zijn*, hetgeen naar het oordeel van het hof niet het geval was.” (curs. ACWP)

2.3 De toepassing van de maatstaf

Bij de cassatieklachten over de toepassing van de maatstaf van art. 5:58 (oud) Wft stelt de Hoge Raad eerst vast dat het hof bij zijn oordeel dat van de informatieverstrekking door de Staat voor de maatman-belegger geen onrechtmatig onjuist of misleidend signaal uitging, een onderscheid heeft gemaakt tussen twee periodes: de eerste periode betreft het tijdvak tot en met dinsdagmiddag 30 september 2008, de tweede periode betreft het tijdvak daarna.¹⁵ Voor de eerste periode geeft de Hoge Raad vervolgens een samenvatting van het oordeel van het hof die voor deze annotatie van ondergeschikt belang is.¹⁶ Ik laat die samenvatting dus verder voor wat zij is. Wat betreft de tweede periode heeft het hof vooropgesteld dat het op de weg van de minister lag de Tweede Kamer te informeren over de achtergrond van de eerste reddingsoperatie.¹⁷ In het debat met de Tweede Kamer op donderdag 2 oktober 2008 kon de minister, in verband met de grote belangen van het financiële stelsel, volgens het hof in redelijkheid de keuze maken nog geen informatie te verschaffen over het voornemen zwaardere maatregelen te treffen.¹⁸ Uit de mededelingen die de minister bij die gelegenheid tegenover de Tweede Kamer deed, mocht de maatman-belegger echter niet afleiden dat de problemen met Fortis waren opgelost en dat de eerste reddingsoperatie een succes was, aldus het hof.¹⁹

Volgens de Hoge Raad moet het oordeel van het hof over de informatieverstrekking in beide periodes als volgt worden begrepen:²⁰

“Het oordeel (...) komt erop neer dat de minister niet steeds volledige informatie heeft verspreid, maar dat hiervan voor beleggers, *gegeven de ook hun bekende context waarin de reddingsoperaties en de informatieverstrekking plaatsvonden*, geen misleidend signaal uitging of te vrezen was, *terwijl de keuze van de minister om geen volledige informatie te verstrekken bovendien gerechtvaardigd werd door het belang van de stabiliteit van het financiële stelsel*, in het bijzonder in de tweede periode.” (curs. ACWP)

Het cassatiemiddel bestrijdt deze oordelen met klachten die naar het oordeel van de Hoge Raad deels uitgaan van een door hem onjuist bevonden rechtsopvatting over de aan te leggen maatstaf (zie paragraaf 2.2) en die voor het overige feitelijke stellingen aanvoeren die het hof onder ogen heeft gezien maar waarover het anders heeft geoordeeld dan de klachten bepleiten.²¹ De oordelen van het hof zijn niet onbegrijpelijk en behoeften geen nadere motivering, aldus de Hoge Raad.²² Wat betreft de informatieverstrekking aan de Tweede Kamer op donderdag 2 oktober 2008 merkt de Hoge Raad nog op dat daarbij van belang is dat de minister aan de Kamer verantwoording diende af te leggen over zijn beleid tijdens de eerste reddingsoperatie.²³ Het desbetreffende oordeel van het hof duidt hij daarna als volgt:²⁴

“In het oordeel van het hof ligt besloten dat beleggers hadden moeten beseffen dat het hierbij ging om een verantwoording over de transactie van zondag 28 september 2008, en dat de minister niet de actuele stand van zaken met betrekking tot de reddingsoperatie weergaf. In dit licht, en mede gelet op de bewoordingen die de minister heeft gekozen (...), is niet onbegrijpelijk dat het hof heeft geoordeeld dat de minister met de door hem gekozen bewoordingen tijdens dat Kamerdebat niet het vertrouwen heeft gewekt dat de problemen bij Fortis waren opgelost en dat de reddingsoperatie een succes was (...).”

3. Commentaar

3.1 In dit commentaar richt ik mij op drie kernpunten. Eerst bespreek ik de misleidingsmaatstaf die in het kader van het informatiemanipulatieverbod wordt gehanteerd (paragraaf 3.2), daarna ga ik in op de vraag of de hoedanigheid van de (rechts)persoon die de litigieuze informatie verspreidt op deze maatstaf van invloed is (paragraaf 3.3), en tot slot maak ik naar aanleiding van het oordeel van de Hoge Raad nog enkele opmerkingen over het civiel(rechtelijke) effect van de Europese marktmissbruikwetgeving (paragraaf 3.4).

14 R.o. 3.8 tweede volzin.

15 R.o. 3.9.1.

16 Zie r.o. 3.9.2.

17 Hof Amsterdam 29 juli 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:3005 (Stichting Fortis Effect e.a./De Staat der Nederlanden en Ageas N.V.), r.o. 4.2.16 tweede volzin.

18 Idem, r.o. 4.2.16 derde volzin.

19 Idem, r.o. 4.2.16 vierde volzin.

20 R.o. 3.9.4 van het onderhavige arrest.

21 R.o. 3.10 eerste volzin.

22 R.o. 3.10 tweede volzin.

23 R.o. 3.10 vierde volzin.

24 R.o. 3.10 vijfde volzin e.v.

3.2 Het hof is bij het beantwoorden van de vraag of van de uitlatingen van de Staat een onjuist of misleidend signaal uitgaat, uitgegaan van de vermoedelijke verwachting van een *gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger*. De Hoge Raad merkt over deze aan het World Online-arrest²⁵ ontleende maatstaf op dat die 'door het middel in algemene zin niet [wordt] bestreden'.²⁶ Interessant is dat de Hoge Raad hier niet overweegt dat de maatstaf 'te-recht' niet wordt bestreden. Dit roept uiteraard de vraag op of het oordeel van de Hoge Raad anders zou zijn geweest, indien de maatstaf wel zou zijn bestreden. Het antwoord op deze vraag ligt mijns inziens genuanceerd. Enerzijds denk ik dat wanneer de Hoge Raad hier expliciet toe zou zijn uitgenodigd, hij voor het beantwoorden van de misleidingsvraag in het kader van het informatiemanipulatieverbod zou zijn uitgegaan van de (vermoedelijke verwachting van de) *redelijk handelende belegger*. De *redelijk handelende belegger* is namelijk de maatman-belegger die in de markt-misbruikwetgeving tot uitgangspunt wordt genomen bij het beantwoorden van de vraag of bepaalde informatie als voorwetenschap dient te worden aangemerkt, en het ligt systematisch gezien dan voor de hand om bij het beantwoorden van de misleidingsvraag in de zin van het informatiemanipulatieverbod van dezelfde maatman uit te gaan. De verplichting tot het publiceren van voorwetenschap en het informatiemanipulatieverbod zijn immers beide afkomstig uit dezelfde Europese wetgeving (voorheen de Richtlijn markt-misbruik²⁷, thans de Verordening markt-misbruik²⁸), en daarnaast gaat een overtreding van eerstgenoemde verplichting in de praktijk niet zelden gepaard met een overtreding van laatstgenoemd verbod (althans, als de verspreider van de litigieuze informatie de uitgevende instelling is op wie de informatie betrekking heeft). Anderzijds ben ik van mening dat wanneer de maatstaf uit het World Online-arrest op dit punt wél expliciet zou zijn bestreden, dit niet tot een andere uitkomst van het arrest zou hebben geleid. Inhoudelijk verschilt de (vermoedelijke verwachting van de) *gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger* naar mijn oordeel namelijk niet van de (vermoedelijke verwachting van de) *redelijk handelende belegger*. In beide gevallen gaat het een om een fictieve (en juridisch-abstracte) maatman die wordt geacht een dwarsdoorsnede te vertegenwoordigen van het gehele beleggende publiek, en van wie enige kritische zin wordt verwacht, maar van wie in beginsel weer niet wordt verwacht dat hij beschikt over specialistische of bijzondere kennis en ervaring.²⁹ Dat beide maatmannen afkomstig zijn uit verschillende Europese wetgeving (de maatman uit het World Online-arrest is afkomstig uit de oude Richtlijn misleidende reclame³⁰ en de Richtlijn oneerlijke handelspraktijken³¹, de *redelijk han-*

delende belegger is zoals gezegd afkomstig uit de Europese markt-misbruikwetgeving), doet hier mijns inziens niet aan af. Ook het College van Beroep voor het bedrijfsleven heeft in een van zijn Fortis-uitspraken³² al eens laten doorklinken dat de maatstaf van de 'redelijk handelende belegger' niet noemenswaardig verschilt van die van de 'gemiddelde belegger', en het had wat mij betreft geen kwaad gekund als de Hoge Raad in dit arrest – eventueel bij wijze van *obiter dictum* – die lijn expliciet had doorgetrokken.

Dat voor het beantwoorden van de misleidingsvraag in het kader van het informatiemanipulatieverbod kan worden aangesloten bij de maatstaf van de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger uit het World Online-arrest, hoeft overigens niet noodzakelijkerwijs te betekenen dat ook bij overtreding van het informatiemanipulatieverbod het in het World Online-arrest geformuleerde vermoeden van causaal verband (in de zin van het *condicio sine qua non*-verband) geldt.³³ De grondslag van dit vermoeden is namelijk art. 6 lid 2 van de Prospectusrichtlijn³⁴ en de effectieve rechtsbescherming die volgens de Hoge Raad op grond van deze bepaling moet worden geboden aan (potentiële) beleggers tegen misleidende mededelingen in een prospectus.³⁵ In de oude Richtlijn markt-misbruik³⁶ en in de nieuwe Verordening markt-misbruik³⁷ ontbreekt het echter aan een equivalent van art. 6 lid 2 van de Prospectusrichtlijn en ook overigens bepalen de oude richtlijn en de nieuwe verordening niets omtrent *civielrechtelijke aansprakelijkheid*.³⁸ Wanneer de Hoge Raad ook bij overtreding van het informatiemanipulatieverbod (of bij schending van de verplichting tot het publiceren van voorwetenschap) een vermoeden van causaal verband zou willen introduceren, ontbreekt het hem dus aan een bepaling over civielrechtelijke aansprakelijkheid die als grondslag voor zo'n vermoeden zou kunnen fungeren. Iets anders is dat ook bij overtreding van het informatiemanipulatieverbod (of bij schending van

25 HR 27 november 2009, NJ 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.10.3.

26 Zie r.o. 3.4.2 van het onderhavige arrest.

27 Richtlijn 2003/6/EG (PbEG 2003, L 96/16).

28 Verordening (EU) nr. 596/2014 (PbEU 2014, L 173/1).

29 Vgl. HR 27 november 2009, NJ 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.10.3.

30 Richtlijn 84/450/EEG (PbEG 1984, L 250/17).

31 Richtlijn 2005/29/EG (PbEG 2005, L 149/22).

32 CBB 4 maart 2014, ECLI:NL:CBB:2014:67, JOR 2014/133 (Ageas S.A./N.V./AFM), m.nt. T.M. Stevens, r.o. 5.17. De Rechtbank Rotterdam heeft eerder in een andere aan het Fortis-dossier gerelateerde uitspraak overwogen dat tussen de 'redelijk handelende belegger' en de 'gemiddelde belegger' wel een noemenswaardig verschil bestaat, zie Rb. Rotterdam 2 mei 2013, JOR 2013/179 (X/AFM), m.nt. D.R. Doorenbos, r.o. 4.2.2. In hoger beroep is deze uitspraak door het College van Beroep voor het bedrijfsleven bevestigd, maar het College heeft in zijn uitspraak deze kwestie verder laten rusten, zie CBB 22 januari 2015, ECLI:NL:CBB:2015:6 (X/AFM), JOR 2015/108, m.nt. D.R. Doorenbos, r.o. 5.3-5.6.

33 Van Schilfgaarde lijkt in zijn NJ-noot (sub 9) bij het onderhavige arrest het standpunt in te nemen dat aansluiting bij de maatstaf van de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger uit het World Online-arrest per definitie betekent dat er een vermoeden van csqn-verband kan worden aangenomen tussen de verspreide informatie en de beleggingsbeslissing van de belegger, zie HR 30 september 2016, ECLI:NL:HR:2016:2213, NJ 2017/47, m.nt. P. van Schilfgaarde.

34 Richtlijn 2003/71/EG (PbEG 2003, L 345/64). Ik wijs erop dat Richtlijn 2003/71/EG is gewijzigd met de inwerkingtreding van Richtlijn 2010/73/EU (PbEU 2010, L 327/1).

35 Zie HR 27 november 2009, NJ 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1-4.11.3.

36 Richtlijn 2003/6/EG (PbEG 2003, L 96/16).

37 Verordening (EU) nr. 596/2014 (PbEU 2014, L 173/1).

38 Ik wijs erop dat de Transparantierichtlijn (Richtlijn 2004/109/EG (PbEG 2004, L 390/38)) in art. 7 wel een equivalent kent van art. 6 lid 2 van de Prospectusrichtlijn.

de voorwetenschap-publicatieverplichting) verdedigbaar is om op grond van argumenten van beleggersbescherming en de effectiviteit van de geschonden norm een vermoeden van causaal verband te formuleren.³⁹ Dit laatste is mijns inziens echter geen vanzelfsprekendheid. Dat aansluiting bij de maatstaf van de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger uit het World Online-arrest 'automatisch' betekent dat dan ook het vermoeden van causaal verband geldt, zou ik dus niet willen beweren.

Verder vind ik nog opvallend dat de Hoge Raad bij zijn verwijzing naar de maatstaf van de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger niet expliciet refereert aan het materialiteitscriterium zoals hij dat in het World Online-arrest heeft geformuleerd. Volgens dit criterium kan een onjuiste of onvolledige mededeling pas als misleidend worden aangemerkt, 'indien redelijkerwijs aannemelijk is dat de mededeling, gelezen in de context waarin deze is geplaatst, van materieel belang is voor de beleggingsbeslissing van de maatman-belegger'.⁴⁰ Aan het feit dat de Hoge Raad er in dit arrest met geen woord over rept, zou ik echter niet de conclusie willen verbinden dat dit materialiteitscriterium in het kader van het informatiemanipulatieverbod niet geldt.⁴¹ Mede gelet op het feit dat het hof dit criterium expliciet aan zijn oordeel ten grondslag heeft gelegd, en gelet op het feit dat ook de advocaat-generaal in zijn conclusie het criterium expliciet heeft aanvaard, had de Hoge Raad er denk ik een expliciete overweging aan gewijd indien hij van oordeel was geweest dat in het kader van het informatiemanipulatieverbod geen materialiteitstoets geldt.⁴² Dit lijkt me dus typisch een geval van 'wie zwijgt, stemt toe'.⁴³

3.3 Het betoog van Stichting Fortis Effect c.s. dat bij de toepassing van art. 5:58 (oud) Wft voor de minister bij zijn publieke taakvervulling een strengere maatstaf geldt, verwerpt de Hoge Raad met de overweging dat de hoedanigheid waarin iemand informatie verspreidt niet leidt tot een verandering van de maatstaf van art. 5:58 (oud) Wft zelf. Met dit oordeel ben ik het van harte eens. Het informatiemanipulatieverbod geldt immers zonder aanzien des persoons en dan past het niet om de strengheid van de bijbehorende

misleidingsmaatstaf afhankelijk te stellen van de hoedanigheid van de (rechts)persoon die de litigieuze informatie verspreidt.⁴⁴ Daar komt bij dat het differentiëren van de misleidingsmaatstaf naar de hoedanigheid van de verspreider in de praktijk tot grote rechtsonzekerheid zou leiden. Hoewel hij dat niet expliciet overweegt, neem ik aan dat dit ook voor de Hoge Raad een overweging was om niet aan de maatstaf zelf te tornen. De hoedanigheid waarin iemand informatie verspreidt, is volgens de Hoge Raad echter wel een van de omstandigheden die moet worden meegewogen bij de toetsing aan art. 5:58 (oud) Wft. Ook met dit oordeel ben ik het eens. Mededelingen afkomstig van de uitgevende instelling of van een gezaghebbend persoon als de minister van Financiën zullen door de maatman-belegger immers eerder als vertrouwenwekkend worden aangemerkt (en daarmee eerder relevant zijn voor zijn beleggingsbeslissing) dan mededelingen afkomstig van een willekeurige derde. Bij een eventuele onjuistheid en/of onvolledigheid zullen eerstgenoemde mededelingen de maatman-belegger dan ook sneller kunnen misleiden. Wat overigens in het arrest enigszins onderbelicht blijft, maar wat mijns inziens wel van belang is, is dat de hoedanigheid waarin iemand informatie verspreidt niet alleen moet worden meegewogen bij de toetsing aan het bestanddeel 'informatie (...) waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is', maar tevens bij de toetsing aan het bestanddeel 'de verspreider (...) weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat [de] informatie onjuist of misleidend is'. Zo is voor de uitgevende instelling op wie de litigieuze informatie betrekking heeft in beginsel eerder te voorzien dat door haar verspreide informatie onjuist of misleidend is, dan dat dit voor een willekeurige derde die bijvoorbeeld actief is op een beleggersforum is te voorzien. Deze kwestie is volgens mij ook van belang voor het leerstuk van bestuurdersaansprakelijkheid. Zo geldt ook voor de bestuurder van een beursvennootschap die uit hoofde van zijn functie informatie verspreidt die betrekking heeft op de vennootschap waarvan hij bestuurder is dat voor hem in beginsel eerder is te voorzien dat deze informatie onjuist of misleidend is, dan dat dit voor een willekeurige derde is te voorzien. Gelet op het feit dat de norm van het informatiemanipulatieverbod is gericht tot de bestuurder in persoon (dit laatste lijkt althans in de doctrine inmiddels algemeen te zijn aanvaard), en gelet op de discussie die in dit verband is gevoerd over de vraag of bij overtreding van dit verbod door de bestuurder al of niet het vereiste van het ernstig verwijt geldt, is het laatste woord over de exacte invulling van de hier bedoelde voorzienbaarheidseis in het kader van bestuurdersaansprakelijkheid denk ik nog niet gezegd.⁴⁵

3.4 Bij het oordeel over de toepassing van de maatstaf van art. 5:58 (oud) Wft op de informatieverstrekking van de

39 Vgl. in dit verband B.J. de Jong, *Schade door misleiding op de effectenmarkt* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2010, p. 271-272; G.T.J. Hoff, 'Civielrechtelijke aansprakelijkheid van uitgevende instellingen bij niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie', in: D. Busch e.a. (red.), *Aansprakelijkheid in de financiële sector*, Deventer: Kluwer 2013, p. 764-766; D. Busch, 'Het civiel effect van de Marktmissbruikverordening', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2016, afl. 12, p. 533-535.

40 Aldus HR 27 november 2009, NJ 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43, m.nt. K. Frielink (*VEB e.a./World Online e.a.*), r.o. 4.11.1-4.11.3.

41 Ik wijs erop dat Rutten & Smedts het standpunt innemen dat bij het informatiemanipulatieverbod het materialiteitscriterium uit het World Online-arrest niet geldt, zie K. Rutten & D. Smedts, 'Een nieuw hoofdstuk in de sage "Fortis"', *TOP* 2015/171.

42 Zie Hof Amsterdam 29 juli 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:3005, r.o. 4.2.5 respectievelijk Conclusie A-G Timmerman 25 maart 2016, ECLI:NL:PHR:2016:163, § 3.19-§ 3.20.

43 Ik wijs erop dat Nelemans in zijn dissertatie met kracht van argumenten heeft verdedigd om in de maatstaf van art. 5:58 (oud) Wft een 'relevantie-standaard' in te lezen, zie M. Nelemans, *Het verbod van marktmanipulatie* (diss. Tilburg), Deventer: Kluwer 2007, p. 217-224.

44 Zie in dit verband ook de JOR-noot (sub 5) van Van de Sande en Van Tilborg bij het onderhavige arrest, HR 30 september 2016, ECLI:NL:HR:2016:2213, JOR 2017/8, m.nt. S.A.L. van de Sande & D. van Tilborg.

45 Zo heeft De Jong verdedigd dat het vereiste van ernstige verwijtbaarheid in feite al ligt besloten in de norm van art. 5:58 lid 1, aanhef en onder d, (oud) Wft, zie zijn commentaar (onder 4.5) bij het vonnis Rb. Utrecht 15 februari 2012, ECLI:NL:RBUTR:2012:BV3753, *Ondernemingsrecht* 2012/51.

minister van Financiën valt op dat de Hoge Raad het desbetreffende oordeel van het hof – op een enkele herformulering na – volledig in stand laat. Met name voor de informatieverstrekking in de aanloop naar de tweede reddingsoperatie is dit in zoverre interessant, dat het hof het misleidingsbegrip van art. 5:58 (oud) Wft hier nogal normatief had benaderd en dat advocaat-generaal Timmerman op dit punt tot cassatie had geconcludeerd. De advocaat-generaal verwoordt zijn kritiek op de benadering van het hof als volgt:⁴⁶

“Het is de vraag hoe [de] overweging [over de informatieverstrekking van de minister in het Tweede Kamerdebat op donderdag 2 oktober 2008] moet worden begrepen. Inhoudelijk komt de overweging erop neer dat, daargelaten of de belegger door het niet verstrekken van de betreffende informatie is misleid, het handelen van de Staat te rechtvaardigen (dan wel niet verwijtbaar) is door de overmachtsituatie.

(...)

[V]oor een dergelijk rechtvaardigingsgrondargument [bestaat echter] geen ruimte in het kader van een beoordeling op grond van art. 5:58 Wft. Een mededeling wordt immers niet minder onjuist of misleidend omdat de partij die de mededeling heeft gedaan zich in een overmachtsituatie bevond. Ik wees er (...) ook al op dat een precieze omgang met de norm van art. 5:58 Wft temeer van belang is, omdat ook de AFM en de bestuursrechter, in het kader van het publiekrechtelijke toezicht, deze bepaling moeten uitleggen en toepassen.

(...)

Gelet op het voorgaande, meen ik dat de klacht (...) slaagt. 's Hof's oordeel dat art. 5.58 Wft tijdens het debat op donderdag niet is overtreden, acht ik (...) onvoldoende begrijpelijk gemotiveerd.” (toevoegingen ACWP)

Wanneer de Hoge Raad de advocaat-generaal op dit punt had gevolgd en dit (tevens)⁴⁷ tot cassatie zou hebben geleid, zou in de verwijzingsprocedure na cassatie zeer waarschijnlijk de principiële vraag ter discussie hebben gestaan of voor het handelen van de Staat gelet op de extreme (markt)omstandigheden en gelet op het belang van de stabiliteit van het financiële stelsel een rechtvaardigingsgrond bestond in de zin van art. 6:162 lid 2 BW, dan wel of hem gelet op de overmachtsituatie geen verwijt kon worden gemaakt in de zin van art. 6:162 lid 3 BW. De interessante – en eveneens principiële – vervolgvraag die zich dan meteen zou hebben aangediend, is of het bij overtreding van het informatiemanipulatieverbod laten afstuiten van de aansprakelijkheid van de Staat wegens de aanwezigheid van een rechtvaardigings- of schulduitsluitingsgrond – mede gelet op het maximumharmonisatiekarakter van de marktmisbruikwetgeving – niet in strijd is met het Europeesrechtelijke effectiviteits-

beginsel (ook wel genoemd doeltreffendheidsbeginsel).⁴⁸ Met name Busch heeft zich over deze kwestie nogal stellig uitgelaten.⁴⁹ Begrijp ik hem goed, dan komt zijn standpunt er kort gezegd op neer dat vanwege het feit dat de marktmisbruikwetgeving is gebaseerd op maximumharmonisatie, het in het kader van de *civilrechtelijke* aansprakelijkheid niet is toegestaan om van een *soepelere* (maar overigens ook niet van een *strengere*) normstelling uit te gaan dan de norm zoals die in de marktmisbruikregels is neergelegd.⁵⁰ Is dus in een concreet geval volgens de Europese regels sprake van marktmanipulatie en stellen gedupeerde beleggers ter zake een schadeclaim in bij de civiele rechter, dan mag de civiele rechter deze claim volgens Busch niet afwijzen met het argument dat *in civilibus* een soepelere norm geldt. Dat zou immers in strijd zijn met het effectiviteitsbeginsel en daarnaast zouden dan de rechtszekerheid en het Europese *level playing field* onder druk komen te staan. Dit is naar Busch' oordeel te meer het geval omdat de Europese marktmisbruikregels zelf voorzien in een gedetailleerde lijst met uitzonderingen waarop het marktmanipulatieverbod niet van toepassing is. In het verlengde van zijn standpunt dat het civiele rechters niet is toegestaan van een soepelere normstelling uit te gaan, is Busch – op basis van dezelfde argumenten – van mening dat het civiele rechters evenmin is toegestaan om via de band van het aannemen van een rechtvaardigings- of schulduitsluitingsgrond nationale uitzonderingen te formuleren op de Europese marktmisbruikregels.⁵¹

Op deze principiële – en meer functionele – benadering van Busch valt volgens mij wel het een en ander af te dingen.⁵² Gegeven de meer *toezichtrechtelijke* – en sinds de inwerkingtreding van de nieuwe Richtlijn marktmisbruik⁵³ ook *strafrechtelijke* – focus van de Europese marktmisbruikwetgeving, hebben de lidstaten naar mijn oordeel de nodige ruimte bij het in de nationale rechtsorde vormgeven van de *civilrechtelijke* aansprakelijkheid voor overtreding van de marktmisbruikregels.⁵⁴ En gegeven diezelfde toezichtrech-

46 Conclusie A-G Timmerman 25 maart 2016, ECLI:NL:PHR:2016:163, § 3.112-§ 3.114.

47 Ik wijs erop dat het slagen van de desbetreffende cassatieklacht niet 'automatisch' tot cassatie van het arrest van het hof had hoeven leiden, zie Conclusie A-G Timmerman 25 maart 2016, ECLI:NL:PHR:2016:163, § 3.100.

48 Zie over de betekenis van het Europeesrechtelijke effectiviteitsbeginsel bij de doorwerking van EU-recht in het nationale privaatrecht uitgebreid Asser/Hartkamp 2015 (3-1), nr. 109-130.

49 Zie D. Busch, 'Het civiel effect van de Marktmisbruikverordening', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2016, afl. 12, p. 533-535 en zie ook de noot van Busch in *Ars Aequi* onder het onderhavige arrest, HR 30 september 2016, ECLI:NL:HR:2016:2213, AA 2016, afl. 11, p. 867-873.

50 D. Busch, AA 2016, afl. 11, p. 871.

51 Idem, p. 871-872.

52 Zie over het civiel(rechtelijke) effect van de Europese marktmisbruikwetgeving ook de prachtige oratie die Haentjens uitsprak bij de aanvaarding van de TPR Wisselleerstoel, M. Haentjens, 'Incoherentie verenigd. Privaatrechtelijke concepten onder druk van Europees financieel recht', te verschijnen in *TPR* 2017, nr. 52 e.v. En zie voor de vergelijkbare discussie die speelt in het kader van de MiFID-richtlijnen (Richtlijn 2004/39/EG (*PbEG* 2004, L 145/1) respectievelijk Richtlijn 2014/65/EU (*PbEU* 2014, L 173/349)) het kraakheldere en doorwrochte artikel van M.W. Wallinga, 'Financiële dienstverlening, publiekrechtelijke gedragsregels en privaatrechtelijke normstelling: lessen uit Duitsland en Europa', *NTBR* 2014/35, met name paragraaf 5. Het is mijns inziens ook de verdienste van Wallinga geweest om deze discussie in de Nederlandse literatuur van relif te voorzien.

53 Richtlijn 2014/57/EU (*PbEU* 2014, L 173/193).

54 In het bekende Immofinanz-arrest oordeelde het Hof van Justitie dat de lidstaten in dit verband een ruime beoordelingsmarge hebben, zie HV EU 19 december 2013, ECLI:EU:C:2013:856, *NJ* 2014/184, m.nt. M.R. Mok (Alfred Hirmann/Immofinanz AG), r.o. 41.

telijke focus, doet het effectiviteitsbeginsel zich hier met name gevoelen bij (het antwoord op) de vraag of de marktmisbruikregels *bestuursrechtelijk gezien* adequaat en effectief worden gehandhaafd, en of de maatregelen en sancties die in dat verband worden opgelegd doeltreffend, evenredig en afschrikkend zijn.⁵⁵ Ook het feit dat de marktmisbruikwetgeving – anders dan de Prospectusrichtlijn en de Transparantierichtlijn – geen enkele bepaling bevat omtrent civielrechtelijke aansprakelijkheid (zie reeds hierboven onder 3.2), onderstreept naar mijn mening de beoordelingsmarge die de lidstaten hebben bij het in de nationale rechtsorde vormgeven van deze aansprakelijkheid. Vanuit institutioneel oogpunt komt daar denk ik nog het argument bij dat het de Europese Unie in essentie ook ontbreekt aan de bevoegdheid om deze aansprakelijkheid tot in detail te regelen.⁵⁶ Het enkele feit dat de marktmisbruikwetgeving is gebaseerd op maximumharmonisatie doet aan het voorgaande mijns inziens niet af. Zou dit anders zijn, dan zou voor bijna alle Europese wetgeving die uitgaat van maximumharmonisatie eigenlijk per definitie gelden dat de bijbehorende civielrechtelijke normstelling ook meteen volledig is dichtgetimmerd. Voor een dergelijk vergaande conclusie vind ik noch in de Europese wetgeving, noch in de jurisprudentie van het Hof van Justitie enige steun, en daarom kan ik Busch' pleidooi over het civiel(rechtelijke) effect van de marktmisbruikwetgeving niet (volledig) onderschrijven.

Wat betekent het voorgaande voor de eerder opgeworpen vraag over de (niet-)aansprakelijkheid van de Staat in relatie tot het effectiviteitsbeginsel? De beoordelingsruimte die lidstaten hebben bij het in de nationale rechtsorde vormgeven van de civielrechtelijke aansprakelijkheid brengt naar mijn overtuiging mee dat het op basis van de bijzondere omstandigheden laten afstuiten van de aansprakelijkheid van de Staat vanwege de aanwezigheid van een rechtvaardigings- of schulduitsluitingsgrond geen strijd oplevert met het effectiviteitsbeginsel.⁵⁷ Het gaat hier immers niet om een naar nationaal recht geformuleerde *generieke* uitzondering op de Europese marktmisbruikregels, maar om *bijzondere* omstandigheden die in een *individueel* (en uitzonderlijk) geval aan het handelen van de Staat het onrechtmatige dan wel verwijtbare karakter ontnemen.⁵⁸ De beoordelingsruimte die lidstaten in dit verband hebben, zou naar mijn mening wél worden overschreden, wanneer de Nederlandse rechter bijvoorbeeld zou oordelen dat de aansprakelijkheid van de Staat afstuit op het relativiteitsvereiste van art. 6:163 BW, omdat de marktmisbruikregels er in algemene zin niet toe strekken beleggers in hun vermogensbelangen te bescher-

men.⁵⁹ Met een dergelijk oordeel zou de civiele aansprakelijkheid wegens overtreding van de marktmisbruikregels namelijk *in algemene zin* onmogelijk worden gemaakt, hetgeen ik wel strijdig acht met het effectiviteitsbeginsel.⁶⁰ De Hoge Raad heeft – anders dan de advocaat-generaal – aan deze Europeesrechtelijke discussie duidelijk zijn vingers niet willen branden. Voor de rechtsontwikkeling valt dat te betreuren, maar voor het (eind)oordeel dat de Staat niet aansprakelijk is en dat hiervoor geen verwijzingsprocedure na cassatie meer nodig is, valt niettemin begrip op te brengen.

Mr. drs. A.C.W. Pijls

Vertegenwoordiging

Ondernemingsrecht 2017/90

Hoge Raad (Civiele kamer) 3 februari 2017, nr. 15/05400
m.nt. prof. mr. W.J.M. van Veen¹

JOR 2017/85
RCR 2017/32
RN 2017/34
JWB 2017/40
NJB 2017/374
NJ 2017/79
RvdW 2017/191
ECLI:NL:HR:2017:144

Onbevoegde vertegenwoordiging niet-bestaande rechtspersoon? Bekrachtiging bij de oprichting in de akte van oprichting?

Frèle Vastgoedprojecten B.V.

1. Feiten

Op 21 maart 2007 wordt een koopovereenkomst gesloten tussen Verkoper en Frèle Vastgoedprojecten BV (hierna: 'Frèle') als koper. Namens Frèle wordt de koopovereenkomst getekend door X en Y. Frèle is echter op dat moment nog niet opgericht. Zij wordt eerst opgericht op 23 november 2007. In de akte van oprichting is onder meer opgenomen onder het kopje 'Bekrachtiging':

"Alle door de oprichters namens de in oprichting zijnde vennootschap verrichte rechtshandelingen worden door de vennootschap bekrachtigd onder de opschortende voorwaarde dat de vennootschap is ingeschreven in het

55 Zie art. 14 van de oude Richtlijn marktmisbruik respectievelijk art. 30 van de Verordening marktmisbruik.

56 Zie over deze kwestie in de context van de Derde levensrichtlijn (Richtlijn 92/96/EEG (PbEG 1992, L 360/11)) kraakhelder M.W. Wallinga & O.O. Cherednychenko, 'Naschrift: harmonisatie van het nationale privaatrecht door de Derde levensrichtlijn', *NTBR* 2016/28, p. 190-193.

57 Zie in dit verband ook § 3.29-§ 3.30 van de conclusie van A-G Timmerman voor het onderhavige arrest, Conclusie A-G Timmerman 25 maart 2016, ECLI:NL:PHR:2016:163.

58 Begrijp ik hem goed, dan is dit ook de kern van het betoog van Haentjens, zie Haentjens 2017, t.a.p., nr. 59 e.v.

59 Ik benadruk dat voor het Nederlandse recht mij geen uitspraken bekend zijn waarin een dergelijke redeneerlijn is gevolgd.

60 Op dit punt ben ik het dus volledig met Busch eens, zie D. Busch, 'Het civiel effect van de Marktmisbruikverordening', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2016, afl. 12, p. 532-533.

1 Wino van Veen is hoogleraar Vennootschaps- en rechtspersonenrecht Vrije Universiteit Amsterdam, special counsel Ondernemingsrecht te Amsterdam, verbonden aan het Zuidas Instituut voor Financieel recht en Ondernemingsrecht (ZIFO).