

PROSPECTUSAANSPRAKELIJKHEID
uit onrechtmatige daad
en
contract

RECHT EN PRAKTIJK FINANCIËEL RECHT

Onder redactie van prof.mr. D. Busch, mr. F.M.A. 't Hart en prof.mr. V.P.G. de Serière

- FR1. M. Nelemans, Het verbod van marktmanipulatie
- FR2. G.R. Boshuizen en B.H. Jager, Verzekerd van toezicht – 2° druk
- FR3. B. Bierens, Revindicatoire aanspraken op giraal geld
- FR4. E.L.A. van Emden, E.A.L. van Emden, Bankgarantie – 7° druk
- FR5. K. Frielink, M. van Eersel, Toezicht trustkantoren in Nederland – 2° druk
- FR6. L.J. Silverentand (red.), B. Bierman, F.W.J. van der Eerden, P. Heemskerck, J. Sprecher, Hoofdlijnen Wft - 3° druk
- FR7. R.E. van Esch, Giraal betalingsverkeer / Elektronisch betalingsverkeer – 3° druk
- FR8. J.M. van Poelgeest, Kredietverstrekking aan consumenten – 2° druk
- FR9. E. van den Ing, Markttoegang financiële dienstverleners Wft
- FR10. K.A. Kralj, De prospectusplicht
- FR11. M. van Eersel, Handhaving in de financiële sector
- FR12. J. Diamant, De Collateral Richtlijn
- FR13. N. Lavrijssen, Verzekering verzekerd?
- FR14. R.E. van Esch, De financiële dienstverlener online
- FR15. J.P. Franx, Prospectusaansprakelijkheid uit onrechtmatige daad en contract

Verkorte citeerwijze: Franx, *Prospectusaansprakelijkheid uit onrechtmatige daad en contract* (R&P nr. FR15) 2017/[paragraafnummer]

Volledige citeerwijze: J.P. Franx, *Prospectusaansprakelijkheid uit onrechtmatige daad en contract* (Recht en Praktijk nr. FR15), Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Ontwerp omslag: Bert Arts bNO

ISBN 978 90 13 12292 3

ISBN 978 90 13 12293 0 (E-book)

NUR 827-295

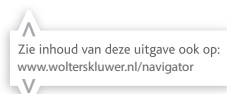
© 2017, J.P. Franx

Alle rechten in deze uitgave zijn voorbehouden aan Wolters Kluwer. Niets uit deze uitgave mag worden veelevoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen, of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van Wolters Kluwer.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van art. 16h t/m 16m Auteurswet jo. Besluit van 27 november 2002, Stb. 575, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoeding te voldoen aan de Stichting Reprorecht te Hoofddorp (Postbus 3051, 2130 KB).

Hoewel aan de totstandkoming van deze uitgave de uiterste zorg is besteed, aanvaarden de auteur(s), redacteur(en) en Wolters Kluwer Nederland B.V. geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten en onvolkomenheden, noch voor gevolgen hiervan.

Op alle uitgaven van Kluwer zijn de algemene leveringsvoorwaarden van toepassing. Deze kunt u lezen op <http://www.kluwer.nl/klantenservice>.



NAVIGATOR

PROSPECTUSAANSPRAKELIJKHEID
uit onrechtmatige daad
en
contract

PROSPECTUS LIABILITY
in tort
and
contract

Proefschrift

ter verkrijging van de graad van doctor aan de
Erasmus Universiteit Rotterdam
op gezag van de
rector magnificus

Prof. dr. H.A.P. Pols

en volgens besluit van het College voor Promoties.
De openbare verdediging zal plaatsvinden op

donderdag 28 september 2017 om 15.30 uur

door

Jan Paul Franx
geboren te Amsterdam

Promotiecommissie

Promotor:

Prof.mr.dr. L. Timmerman

Overige leden:

Prof.mr.dr. K.W.H. Broekhuizen

Prof.mr.dr. D. Busch

Prof.mr.dr. M.H. Wissink

Voor
Liesbeth,
Pieter, Arnout en Judith

~ ~ ~ ~ ~

“Het is niet te veel gevegd, dat zij, die medewerken tot het samenstellen van stukken, die ten doel hebben anderen tot het nemen van aandeelen in op te richten of reeds bestaande maatschappijen aan te sporen, zich vooraf van de juistheid der in die stukken opgenomen mededeelingen vergewissen.”

Staatscommissie Kist tot herziening van het
Wetboek van Koophandel, eindrapport (1890)

“Het kunnen afgaan op informatie van anderen werkt – zo denk ik – als de smeerolie in een goed draaiende motor. Het bevordert economische efficiency en samenwerking. (...) Ik vermoed ook dat in een groep met een cultuur waarin op elkaars informatie wordt vertrouwd mensen gelukkiger, optimistischer, meer tevreden en meer open zijn dan in een groep die door onderling wantrouwen wordt beheerst.”

L. Timmerman, Vertrouwen op anderen,
Ondernemingsrecht 2011/52

Inhoudsopgave

DEEL I INLEIDING EN INKADERING		1
1	INLEIDING	3
1.1	Belang en actualiteit van het onderwerp	3
1.2	Doel van het onderzoek en onderzoeksvragen	9
1.3	Afbakening en positionering van het onderzoek	9
1.4	Onderzoeksmethode en plan van behandeling	12
2	WESHISTORISCH KADER	15
2.1	Prehistorie	15
2.1.1	Onrechtmatigheid = onwetmatigheid	15
2.1.2	Belang van het strafrecht	16
2.1.3	Van publieksmisleiding naar marktmanipulatie	18
2.1.4	Lindenbaum/Cohen	21
2.2	Wet van 1928	22
2.2.1	Het ontwerp-Nelissen (1910)	22
2.2.2	Het gewijzigd ontwerp-Heemskerk (1925), het nader gewijzigd ontwerp-Donner (1927) en de codificatie in het BW (1928)	23
2.3	Eerste en tweede Europese consumentenprogramma	25
2.4	Wet van 1980 inzake misleidende reclame	26
2.5	Richtlijn 84/450 inzake misleidende reclame	30
2.6	Richtlijn 97/55 inzake vergelijkende reclame	31
2.7	Wet van 2002 inzake vergelijkende reclame	32
2.8	Richtlijn 2005/29 inzake oneerlijke handelspraktijken	32
2.9	Richtlijn 2006/114 inzake misleidende en vergelijkende reclame	33
2.10	Wet van 2008 inzake oneerlijke handelspraktijken	34
2.11	Implementatiewet richtlijn consumentenrechten 2014	35
2.12	Prospectusrichtlijn 2003/71	35
2.13	Terugblik: van vennootschapsrecht naar (Europees) consumentenrecht en effectenrecht	36
3	PRAKTIJKKADER	39
3.1	Inleiding	39
3.2	Een beursintrodactie in de praktijk	40
3.2.1	Motieven	40
3.2.2	Transactieproces	43

3.2.2.1	Interne besluitvorming	43
3.2.2.2	Benoeming lead manager(s); syndicaatsvorming	44
3.2.2.3	Vaststellen plaatsingsstructuur	45
3.2.2.4	Kick-off meeting	51
3.2.2.5	Due diligence en prospectus	52
3.2.2.6	AFM goedkeuringsfase; pre-marketing en road show	55
3.2.2.7	Underwriting agreement; agreement among underwriters	56
3.2.2.8	Van goedkeuring prospectus tot closing	58
3.3	Invloed transactieproces op aansprakelijkheid	61
3.3.1	Invloed van de plaatsingsstructuur	61
3.3.2	Wie brengt het prospectus uit?	63
3.3.3	Wie stelt het prospectus op?	63
3.3.4	Wie is verantwoordelijk voor het prospectus?	64
3.3.5	Invloed van het due diligence onderzoek	64
3.3.6	Invloed van marketing en communicatie	65
4	PUBLIEKRECHTELIJK EN UNIERECHTELIJK KADER	67
4.1	Inleiding	67
4.2	Doorwerking van nationaal publiekrecht	67
4.3	Doorwerking van Europees Unierecht	71
4.3.1	EU-Verdrag en EU-Werkingsverdrag; communautaire openbare orde	72
4.3.2	Algemene Unierechtelijke beginselen; het effectiviteits- of doeltreffendheidsbeginsel	74
4.3.3	Richtlijnen	77
4.3.4	Verordeningen	80
5	UNIERECHTELIJK KADER – PROSPECTUSRICHTLIJN EN -VERORDENING	83
5.1	Doelstellingen en pijlers	83
5.1.1	Prospectusplicht, -inhoud, goedkeuring en publicatie	84
5.1.2	Eén centrale bevoegde autoriteit per lidstaat	85
5.1.3	Europees paspoort voor prospectussen	86
5.2	Harmoniserend effect voor prospectusaansprakelijkheid	86
5.3	Verhouding tot Richtlijnen 84/450 (MVR) en 2005/29 (OHP)	87
5.4	Van Prospectusrichtlijn 2003/71 naar een nieuwe Prospectusverordening	88
5.5	Doorwerking in het civiele recht	89
5.5.1	Prospectusbegrip	90
5.5.1.1	(Geen) definiëring in wet en richtlijn	90
5.5.1.2	Aanbod aan het publiek(?)	91
5.5.1.3	(Geen) doorwerking	94
5.5.2	Effectieve rechtsbescherming van beleggers (art. 6 lid 2 PR)	95
5.5.3	Verantwoorde oordeelsvorming (art. 5 lid 1 PR) en minimuminformatie (art. 7 PR jo. Prospectusverordening 809/2004)	97
5.5.3.1	Structuur van de norm	97
5.5.3.2	Doorwerking	99
5.5.4	Gedifferentieerd beleggersbegrip	100
5.5.4.1	Gekwalificeerde/professionele belegger (art. 2 lid 1(e) PR)	101
5.5.4.2	Particuliere/niet-professionele belegger	103
5.5.4.3	Doorwerking	103

5.5.5	Prospectusverantwoordelijkheid (art. 6 lid 1 PR)	108
5.5.5.1	Belang van het concept	108
5.5.5.2	Verantwoordelijkheid vs. aansprakelijkheid	109
5.5.5.3	Inkleuring verantwoordelijkheidsbegrip	112
5.5.5.4	Concluderende opmerkingen; doorwerking	117
5.5.6	Doorwerking van prospectusplicht (art. 3 PR)	118
5.5.7	Doorwerking van samenvatting/kerngegevens (art. 5 lid 2 PR)	120
5.6	Directe horizontale werking van Prospectusverordening 809/2004	121
6	CIVIELRECHTELIJK KADER	125
6.1	Inleiding	125
6.2	Aansprakelijkheidsrecht	125
6.3	Consumentenrecht	129
6.4	Effectenrecht als wettelijk kader voor prospectusaansprakelijkheid?	131
6.5	Het kader van art. 6:162 BW	135
6.6	Korte schets van de afdelingen 6.3.3A en 6.3.4 BW	137
6.6.1	Afdeling 6.3.3A BW (oneerlijke handelspraktijken)	137
6.6.2	Afdeling 6.3.4 BW (misleidende reclame)	140
6.7	Afdelingen 6.3.3A /6.3.4 BW vs. art. 6:162 BW	144
6.7.1	Lex specialis derogat legi generali?	144
6.7.2	Samenloop? Reflexwerking?	146
6.8	Afdeling 6.3.3A BW vs. afdeling 6.3.4 BW	148
6.8.1	Toepassingsgebied en beschermingsomvang	148
6.8.2	Reflexwerking	152
	DEEL II DELICTUELE PROSPECTUSAANSPRAKELIJKHEID	155
7	ONRECHTMATIGHEID – MISLEIDING	157
7.1	Begrip misleiding (contouren)	157
7.2	Onjuistheid, onvolledigheid en verwarring	159
7.3	Materialiteitsvereiste; causaal element	163
7.4	Prospectus gericht tot beperkte groep; gerichtheid vs. bereik	166
7.5	Prospectus gericht tot belegend publiek	173
7.5.1	Gut Springenheide en World Online: de consument-maatman	173
7.5.2	Gut Springenheide vs. zorgplicht van financiële dienstverlener	176
7.5.3	Pluriformiteit van de consument-maatman	177
7.5.4	Concrete eisen aan en verantwoordelijkheden van de consument-maatman	179
7.6	Een deskundige maatman?	183
7.6.1	Indicatoren in het publieke effectenrecht	183
7.6.2	Inspiratie in het Amerikaanse effectenrecht	184
7.7	Categorisering van prospectusinformatie in het licht van misleiding	187
7.8	Diverse maatlieden vs. categorieën prospectusinformatie	190
8	RELATIVITEIT	193
8.1	De relativiteitsleer	193
8.2	Prospectusaansprakelijkheid en relativiteit	194

8.3	Secundaire markt; ‘oude’ vs. ‘nieuwe’ stukken	197
9	TOEREKENBAARHEID	203
9.1	Schuld, verkeersopvattingen en feitelijke omstandigheden	203
9.2	Bevat misleiding een schuldelement?	204
9.3	Toerekening aan de uitgevende instelling: schuld of risico?	207
9.4	Toerekening aan de lead manager: schuld of risico? Coop-arrest	209
9.5	Schuldmaatstaf: eenvoudige of grove nalatigheid?	215
9.6	De due diligence defence	217
10	CAUSALITEIT EN SCHADE	223
10.1	Het causaliteitsprobleem; modaliteiten van causaal verband	223
10.2	Causaliteit in het civiele recht	226
10.3	Causaliteit bij prospectusaansprakelijkheid vóór World Online	227
10.4	(Bewijs van) causaal verband volgens het World Online- arrest	231
10.5	Fraud-on-the-market vs. World Online	237
10.6	Rol van analisten en media; medeschuld	243
10.7	Niet-beursgenoteerde effecten	244
10.8	Beperkte houdbaarheid van het prospectus	245
10.9	Eigen schuld van de belegger	247
10.9.1	Het begrip ‘eigen schuld’	247
10.9.2	Drie praktijksituaties	248
10.9.3	Publieke vs. onderhandse emissie	251
10.10	Schadevergoeding	252
10.10.1	Schadebegrip	252
10.10.2	Toerekening van beleggingsschade ex art. 6:98 BW	253
10.10.3	Concrete berekening van beleggingsschade: een casus	255
10.11	Invloed van het Europese Unierecht	258
11	BEWIJS	261
11.1	Inleiding	261
11.2	Bewijs van misleiding	262
11.2.1	Art. 6:193j/195 lid 1 BW en het Europese richtlijnenrecht	262
11.2.2	Stellen en weerspreken	264
11.2.3	Bewijs van feiten en van (subjectieve) rechten; kwalificatie	266
11.2.4	Bewijslast, bewijsleveringslast en bewijsrisico	267
11.2.5	Bewijslastomkering, tegenbewijs en tegendeelbewijs	268
11.2.6	Is art. 6:193j/195 lid 1 BW overbodig voor de belegger?	268
11.3	Bewijs van toerekenbaarheid	273
11.4	Art. 6:193j vs art. 6:195 BW: een uiteenlopend resultaat?	275
12	MEDEDELINGEN VAN DE UITGEVENDE INSTELLING BUITEN HET PROSPECTUS	279
12.1	Mededelingen in de context van emissie – World Online	279
12.2	Mededelingen buiten de context van emissie – Philips/VEB	282
12.3	Interactie tussen het prospectus en mededelingen buiten het prospectus	286
12.4	Reclamevoorschriften (art. 5:20 Wft)	289
12.5	Aanvullend prospectus (art. 5:20 lid 3 en 5:23 Wft)	291

12.6	Zorg-/correctieplicht van de uitgevende instelling	292
12.7	Zorg-/correctieplicht van de lead manager	293
13	(PROSPECTUS)AANSPRAKELIJKHEID VAN DIVERSE PARTIJEN OP DE KAPITAALMARKT	295
13.1	Inleiding	295
13.2	Inhoudelijke bemoeienis, verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid. Een uitstapje naar Amerikaans recht.	296
13.3	Openbaar (laten) maken van een mededeling	298
13.3.1	Openbaar maken	298
13.3.2	Laten openbaar maken ('ketenaansprakelijkheid')	300
13.3.3	Publicatiemethoden art. 5:21 Wft vs. openbaarmaking.	302
13.4	Verrichten van een handelspraktijk door een handelaar	303
13.4.1	'Handelaar' en handelen 'ten behoeve van'	303
13.4.2	Handelspraktijk	308
13.5	Terugvallen op de ongeschreven zorgvuldigheidsnorm van art. 6:162 BW?	312
13.6	Wie zijn openbaarmakers en/of verrichters?	314
13.6.1	Uitgevende instelling en lead manager	314
13.6.2	Co-managers	316
13.6.3	Listing Agent	318
13.6.4	Verkopende aandeelhouder	321
13.6.5	Accountant	325
13.6.6	Advocaat	330
13.6.7	Effectenbeurs	332
13.6.8	Toezichthouder	335
13.6.9	Analisten	338
13.6.10	Rating agencies	341
13.7	Samenvattende opmerkingen	344
14	(PROSPECTUS)AANSPRAKELIJKHEID VAN BESTUURDERS EN COMMISSARISSEN	347
14.1	Inleiding	347
14.2	Prospectusaansprakelijkheid van bestuurders	351
14.2.1	Rechtsgronden voor doorbraak van aansprakelijkheid	351
14.2.1.1	Secundair ouderschap; ernstig verwijt	352
14.2.1.2	Rechtstreeks ouderschap	353
14.2.1.3	Ernstig verwijt en de Wet OHP	357
14.2.2	Optreden van bestuurders bij beursgang en emissie	358
14.2.2.1	Collectieve verantwoordelijkheid en taakverdeling	358
14.2.2.2	Informatieverstrekking aan de lead manager	362
14.2.2.3	Presentatie voor analisten	363
14.2.2.4	Publicatie van het prospectus; advertenties en persberichten	363
14.2.2.5	Road show	364
14.2.2.6	Bestuurder als verkopende aandeelhouder	364
14.2.2.7	Interviews en persconferenties	365
14.3	Prospectusaansprakelijkheid van commissarissen en niet-uitvoerend bestuurders	366
14.3.1	Two-tier board	366
14.3.2	One-tier board	367
14.4	Ondertekening van het prospectus	368
14.5	Responsibility statement	369

DEEL III CONTRACTUELE PROSPECTUSAANSPRAKELIJKHEID

373

15	HET PROSPECTUS IN HET CONTRACTENRECHT	375
15.1	Inleiding en relevantie voor de praktijk	375
15.2	Primaire vs. secundaire markttransactie	376
15.2.1	Primaire markttransactie	376
15.2.2	Secundaire markttransactie	379
15.3	Precontractuele fase	379
15.3.1	Precontractuele fase - algemeen	379
15.3.2	Precontractuele fase op de kapitaalmarkt?	382
15.3.3	Uitgevende instelling/verkopende aandeelhouder(s) vs. lead manager: mandaatsbrief en underwriting agreement	385
15.3.4	Lead manager vs. particuliere belegger	391
15.3.5	Lead manager vs. gekwalificeerde belegger	392
15.4	Prospectus als precontractuele mededeling	395
15.5	Prospectus als onderdeel van aanbod en aanvaarding	397
15.6	Uitleg en aanvulling van het prospectus als contract	397
15.7	Constructies met derdenbeding	400
15.7.1	Derdenbeding ter exoneratie van de lead manager vs. beleggers	400
15.7.2	Derdenbeding ter exoneratie van ondergeschikten van de lead manager vs. de u.i.	401
15.7.3	Derdenbeding t.b.v. contractuele vordering van beleggers tegen de u.i.	401
15.8	Exoneratie en disclaimers in het prospectus	402
15.8.1	De discussie in de literatuur n.a.v. Coop	402
15.8.2	Ruime opvatting	404
15.8.3	Beperkte opvatting	406
15.8.4	Eigen opvatting	406
15.8.5	Disclaimers in de huidige kapitaalmarktpraktijk	407
15.9	Prospectus en algemene voorwaarden	409
16	CONTRACTUELE ACTIES VOOR DE BELEGGER	413
16.1	Inleiding	413
16.2	Vernietiging en ontbinding	414
16.2.1	Algehele vernietiging en ontbinding: een overkill	414
16.2.2	Partiële ongedaanmaking, prijsvermindering, e.a.: de leer van het redelijk alternatief	418
16.3	Beïnvloeding van contractuele acties door de Richtlijn OHP?	421
16.4	Dwaling	423
16.4.1	Dwaling t.a.v. het prospectus	423
16.4.2	Vernietiging of prijsvermindering	427
16.4.3	Bewijslast	429
16.4.4	Te bereiken (financieel) resultaat	431
16.5	Bedrog	432
16.5.1	Bedrog door het prospectus	432
16.5.2	Bewijslast	433
16.5.3	(Partiële) vernietiging en te bereiken (financieel) resultaat	434
16.6	Tekortkoming	434
16.6.1	Tekortkoming onder het prospectus	434
16.6.2	Bewijslast	436
16.6.3	Te bereiken (financieel) resultaat	436
16.7	Non-conformiteit	437

16.7.1	Non-conformiteit t.o.v. het prospectus	437
16.7.2	Factoren ter bepaling van (non-)conformiteit	438
16.7.3	Nakoming: aflevering, herstel of vervanging (art. 7:21 lid 1 BW)	440
16.7.4	Ontbinding (art. 7:22 lid 1 (a) BW)	441
16.7.5	Prijsvermindering (art. 7:22 lid 1 (b) BW)	441
16.7.6	Bewijslast	442
16.7.7	Te bereiken (financieel) resultaat.	443
16.7.8	Gelijkstellingsregeling (art. 7:18 lid 1 BW)	444
16.8	Ontbinding ex art. 6:230x BW	445
16.9	Vernietiging ex art. 6:193j lid 3 BW	446
16.10	Collectieve actie: gelijksoortige belangen?	448
DEEL IV SYNTHESE EN EVALUATIE		455
17	SYNTHESE DELICTUELE EN CONTRACTUELE AANSPRAKELIJKHEID	457
18	EVALUATIE WETTELIJKE REGELING AFD. 6.3.3A/6.3.4 BW	465
18.1	Kernelementen en karakteristieken van de afdelingen 6.3.3A en 6.3.4 BW	465
18.2	Concluderende opmerkingen	473
Bijlagen		475
Samenvatting		479
Summary		491
Afkortingen		497
Enige verkort aangehaalde regelgeving		501
Literatuurregister		507
Jurisprudentieregister		531
Trefwoordenregister		537
Curriculum Vitae		541
Bibliografie		543

DEEL I INLEIDING EN INKADERING

1 Inleiding

1.1 Belang en actualiteit van het onderwerp

In tijden waarin het rentepercentage op het gemiddelde spaarbankboekje de nul lijn nadert en zelfs negatief dreigt te worden kijken steeds meer (particuliere) beleggers naar de beurs. De AEX-index heeft na de kredietcrisis, in de periode van oktober 2011 tot eind 2016, een opmars gemaakt van ongeveer 230 punten.¹ Hogere rendementen dan op spaargeld lokken. In veel gevallen is het maken van meer rendement noodzakelijk om het pensioen, dat eveneens door de lage rentestand onder druk is komen te staan, aan te vullen.

De tendens dat substantiële aantallen particulieren in Nederland zich op de beurs begeven is niet nieuw. Met nieuwe technologieën en lagere kosten slagen marktpartijen er al geruime tijd in de particulier te interesseren om te gaan beleggen. In 1999 lanceerde Alex het eerste digitale platform in Nederland waarop de particuliere belegger zelf online in beursaandelen kan handelen. Kosten voor een bank of commissionair hoeven niet te worden gemaakt. In 2000 volgde BinckBank met een eigen digitaal platform. Toen in 2007 Alex werd overgenomen door BinckBanck was deze combinatie goed voor meer dan 200.000 aangesloten particuliere beleggers met een totaal belegd vermogen van circa € 8,5 miljard. Daarmee behoorde zij tot de top 5 van Europa.²

Min of meer gelijktijdig met de komst van het online beleggen knapte de internetzeepbel. Deze had zich vanaf 1997 gaandeweg opgebouwd in de reële economie en op de beurs. Het klassieke ondernemersmodel dat gebaseerd was op het genereren van omzet en winst was uit zwang geraakt. Inveesteeders waren bereid grote hoeveelheden geld beschikbaar te stellen aan bedrijven van de ‘Nieuwe Economie’. Deze interesseerden zich vooral in het zo snel mogelijk veroveren van een groot marktaandeel, zonder dat er concreet uitzicht was op winst. In veel gevallen betrof het ondernemingen die actief waren in de internet- en telecommunicatiesector. Grote schulden werden aangegaan, onder meer om op door de overheid georganiseerde veilingen te kunnen meebieden op licenties voor het

1 De AEX-index steeg van circa 275 in september 2011 tot boven de 500 in april 2015. Na enkele maanden rond de 500 te zijn blijven steken, daalde de index tot rond de 400 in januari 2016. In de loop van 2016 zette de index weer een stijging in richting de 500, na een tijdelijke dip van ca. 40 punten volgend op het Engelse Brexit-referendum van 23 juni 2016 en ondanks (of dankzij?) de verkiezing van Donald Trump als president van de Verenigde Staten op 8 november 2016.

2 www.ncr.nl/archief, bericht van 1 november 2007.

aanbieden van telefoon- en internetdiensten. Ook werden grote bedragen besteed aan het maken van publiciteit om de eigen *brand name* in de markt te zetten. Op Superbowl Sunday, de finale van de American Football league, op 30 januari 2000 gaven 17 dot-com bedrijven elk \$ 2.2 miljoen uit voor een televisiespot van 30 seconden. Een Amerikaanse marketing expert maakt de volgende vergelijking:

‘Like nouveau riche party-goers grossly overtipping, many thought just showing up at the grand ball assured A-list status. They figured their edgy, irreverent brand of dot-comedy would tickle viewers’ fancy – but the ads often didn’t reveal enough about their companies or even spark curiosity. And the arrivistes didn’t realize that advertising here was just a down payment on a marketing plan that needed continuous cash flow to make an impact.’

en zij constateert:

‘In 2000 – soon to become a *Götterdämmerung* for “unique eyeballs”, “sticky websites” and IPO’s – Internet start-ups threw away money on the Super Bowl even faster than investors had thrown money at them.’³

In een tijdsbestek van enkele jaren raakten veel bedrijven op de beurs overgeëvalueerd. Voor beleggers leek ‘the sky the limit’ te zijn. Op 10 maart 2000 piekte de NASDAQ Composite, de index van de Amerikaanse technologiebeurs NASDAQ, op meer dan 5.000 punten, meer dan een verdubbeling ten opzichte van een jaar eerder. In de periode daarna zette een harde daling in, toen meerdere ‘dot-com’ bedrijven liquiditeitsproblemen bleken te hebben en verwickeld bleken te zijn in boekhoudschandalen.⁴ Een verdere daling vond plaats toen de beurzen negatief reageerden op de aanslag op het World Trade Center in New York op 11 september 2001.

In Nederland werd het knappen van de internetzeepbel door beleggers aan den lijve gevoeld bij de beursgang van World Online International NV. Deze beursintroductie op Euronext Amsterdam, die plaatsvond op 17 maart 2000, was ruim twintig maal overtekend. De aandelen werden aan beleggers verkocht voor een introductieprijs van € 43 per aandeel; de handel ging van start op een openingskoers van € 50,20. Reeds na enkele dagen zette een koersdaling in, toen bekend werd dat enkele grote aandeelhouders hun belang al hadden verkocht. Tevens werd bekend dat bestuursvoorzitter Nina Brink enkele maanden voorafgaand aan de beursintroductie een belangrijk deel van haar belang in World Online had verkocht voor slechts \$ 6,04 per aandeel. Deze verkoop was verbloemd in het prospectus weergegeven met het woord ‘transferred’ en zonder vermelding van de verkoopprijs. Begin april 2000 noteerde het aandeel nog slechts zo’n € 19. Brink werd vervolgens ontslagen als bestuursvoorzitter. In september 2000 werd World Online overgenomen door de Italiaanse internet provider Tiscali en van de

3 Bron: Bernice Kanner, *The Superbowl of Advertising: How the Commercials Won the Game*, Bloomberg Press (2004), p. 156-158.

4 Eén van de grootste en bekendste is Worldcom, een telecom- en internet provider met destijds meer dan 30.000 werknemers, die zijn eigen resultaten op frauduleuze wijze stelselmatig inflateerde. Het bedrijf moest in 2002 Chapter 11 bankruptcy protection aanvragen. CEO Bernard Ebbers werd in 2005 tot een gevangenisstraf van 25 jaar veroordeeld.

beurs gehaald. Beleggers ontvingen daarbij € 20 per aandeel. De Vereniging van Effectenbezitters (VEB) startte een procedure als inleiding tot verhaal van schade tegen World Online en tegen ABN AMRO Bank en Goldman Sachs als emissie-begeleiders. Dit resulteerde na het instellen van hoger beroep en cassatie in een arrest van de Hoge Raad van 27 november 2009, voorafgegaan door een conclusie van A-G Timmerman, waarin de VEB op de meest principiële punten in het gelijk werd gesteld.⁵ Het arrest en de conclusie van de A-G vormen een zeer waardevolle en veel omvattende rechtsbron voor het onderwerp van deze studie.

De reflex van kapitaalmarktpartijen op de World Online-beursgang bestond in (1) aanscherping van het due diligence onderzoek dat tevoren wordt uitgevoerd op de uitgevende instelling en (2) uitbreiding van de informatie in het prospectus. Steeds meer details werden aan onderzoek onderworpen. Het Reglement Procedure Beursnotering van Euronext Amsterdam – toen nog de instantie die in Nederland prospectustoezicht hield – voorzag al enkele jaren in een due diligence verplichting voor de begeleidende banken, in het bijzonder voor de syndicaatsleider of lead manager. De vereisten voor ‘disclosure’ in het prospectus werden in de loop van 2000 door Euronext aangescherpt.⁶ Het doel van dit alles was om te vermijden dat onjuiste of onvolledige informatie in het prospectus zou belanden. De achterliggende doelstelling is het verzekeren van de integriteit van effectenmarkten en bescherming van de belegger.

Op Europees niveau was kort voor de World Online-beursgang het Financial Services Action Plan 1999-2005 door de Commissie gelanceerd.⁷ Dit plan voorziet in een aantal stappen om te komen tot een geïntegreerde Europese kapitaalmarkt. Een belangrijk onderdeel van het plan betreft harmonisatie van regelgeving, waaronder ook de regels die betrekking hebben op (de inhoud van) het prospectus. Deze werden vastgelegd in een nieuwe Prospectusrichtlijn⁸ die eind 2003 werd uitgevaardigd en is uitgewerkt in een Verordening.⁹ Met ingang van 1 juli 2005 is de Prospectusrichtlijn in de Nederlandse wetgeving geïmplementeerd.¹⁰ Per dezelfde datum is het prospectustoezicht overgeheveld van Euronext Amsterdam naar de AFM.

De Prospectusrichtlijn is enerzijds gericht op procedurele efficiëntie (met één goedgekeurd prospectus in de hele Europese Unie kapitaal kunnen ophalen) en anderzijds op beleggersbescherming. Het vertrouwen van particuliere beleggers in de effectenmarkten moest worden bevorderd, waardoor meer beleggers zich

5 HR 27 november 2009, NJ 2014, 201 m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43 m.nt. K. Frielink (World Online). De conclusie van A-G Timmerman, bestaande uit circa 100 bladzijden gevolgd door een apparaat van 271 noten, is bij mijn weten de langste conclusie ooit geschreven voor een arrest van de Hoge Raad. De conclusie bevat uitvoerige rechtsvergelijkende beschouwingen over (onder meer) prospectusaansprakelijkheid naar Nederlands, Engels, Duits en Frans recht; Europees richtlijnenrecht; causaal verband naar Nederlands en Amerikaans recht; bewijslastverlichting bij het vaststellen van causaal verband; en de grenzen van een collectieve actie. De beschouwingen van de A-G over (bewijs van) causaal verband zijn in zekere mate ‘obiter dictum’. Zij beslechten anticiperend een belangrijk punt van de schadestaatprocedure en zijn door de Hoge Raad in zijn arrest overgenomen. Daardoor kon een schadestaatprocedure achterwege blijven en werd niet al te lang na het arrest een schaderegeling in der minne getroffen.

6 En wel met Mededeling 2000/167 houdende ‘Voorwaarden voor initial public offerings’. Deze mededeling was rechtstreeks ingegeven door het World Online-debacle en verplichtte o.m. tot disclosure in het prospectus van alle transacties van bestuurders en commissarissen in aandelen van de uitgevende instelling in de 12 maandperiode voorafgaand aan de beursgang.

7 Financial Services Action Plan van mei 1999, COM (1999) 232.

8 Richtlijn 2003/71/EG (*PbEG* 2003, L 345/64).

9 Verordening 809/2004/EG (*PbEG* 2004, L 149).

10 Aanvankelijk in de Wte 1995, welke per 1 januari 2007 is opgegaan in de Wet op het financieel toezicht (Wft).

op de beurs zouden begeven. Beleggers moeten ervan kunnen uitgaan dat de informatie in het prospectus juist en volledig is. Met het oog daarop voorziet de Prospectusrichtlijn in zeer gedetailleerde inhoudelijke vereisten voor het prospectus. Hoe meer informatie des te meer bescherming, was de gedachte. De keerzijde van deze benadering is het probleem van de ‘information overload’, de moeilijkheid of zelfs onmogelijkheid voor de (particuliere) belegger om in de grote hoeveelheid informatie zijn weg te vinden. Latere aanpassingen van de Prospectusrichtlijn waren er onder meer op gericht dit probleem te verzachten door de samenvatting van het prospectus gemakkelijker toegankelijk te maken voor de (particuliere) belegger. Desalniettemin zijn prospectussen met betrekking tot ipo’s en emissies op Euronext Amsterdam in de loop der tijd steeds lijviger geworden. Het prospectus voor de beursintroductie van ABN AMRO Group NV in november 2015 telt 725 bladzijden.

Op 30 september 2015 bracht de Commissie, in haar streven naar totale integratie van de kapitaalmarkten, het Capital Markets Union Action Plan uit.¹¹ Daarin wordt aangekondigd dat de Prospectusrichtlijn zal worden gemoderniseerd. Twee maanden later bleek dat deze modernisering gepaard gaat met transformatie van de richtlijn in een Prospectusverordening, waarvoor de Commissie op 30 november 2015 een voorstel uitbracht.¹² Deze verordening moet met haar directe werking in de lidstaten een uniform regime bewerkstelligen. Twee belangrijke kenmerken van de concept verordening zijn een verlicht disclosure regime voor kleine en middelgrote ondernemingen (SME’s) en beperking van de op te nemen risicofactoren tot risico’s die specifiek zijn voor de uitgevende instelling. Daarmee is, ruim 15 jaar na de beursschandalen waarmee het knappen van de internetzeepbel gepaard ging, een tendens ingezet naar minder in plaats van meer informatie in het prospectus.

Het uitbrengen van een misleidend prospectus is naar Nederlands recht onrechtmatig. Beleggers die als gevolg hiervan koersschade lijden kunnen daarvan in beginsel vergoeding vorderen. Gesproken wordt over prospectusaansprakelijkheid van (op de eerste plaats) de uitgevende instelling en de lead manager. Men zou prospectusaansprakelijkheid kunnen zien als het civielrechtelijke sluitstuk van een goede beleggersbescherming. Deze is incompleet als schadeverhaal onmogelijk of uiterst bezwaarlijk is. In het licht van het streven naar een pan-Europese, geïntegreerde kapitaalmarkt zou het voor de hand liggen dat prospectusaansprakelijkheid door de Prospectusrichtlijn wordt geharmoniseerd. Prospectusrichtlijn 2003/71 doet dit echter niet of slechts in zeer beperkte mate. De richtlijn bepaalt dat zij die ‘verantwoordelijk’ zijn voor het prospectus ook aansprakelijk moeten kunnen worden gesteld onder het nationale recht van de lidstaten. *Wie* precies verantwoordelijk is of zijn, wordt door de richtlijn niet scherp bepaald en wordt daarmee in feite aan de lidstaten overgelaten.¹³ Hierdoor is vermeden dat het opstellen van de Prospectusrichtlijn is uitgemond in een omvangrijk harmonisatieproject van het civiele aansprakelijkheidsrecht van de lidstaten. De keerzijde van deze aanpak is echter, dat de regeling van prospectusaansprakelijkheid internationaal

11 COM (2015) 468 final.

12 COM (2015) 583 final; 2015/0268(COD). Bij afsluiting van het onderzoek dateert de laatste versie van 16 december 2016.

13 Zie art. 6 Prospectusrichtlijn 2003/71.

een versnipperd beeld biedt. Het beschermingsniveau kan per lidstaat verschillen. Voor beleggersbescherming op de nagestreefde pan-Europese kapitaalmarkt blijft het civiele aansprakelijkheidsrecht van de lidstaten dus van wezenlijk belang. De recente concept verordening die door de Commissie is gelanceerd brengt hierin geen verandering.¹⁴

In Nederland wordt het uitbrengen van een prospectus sinds 1980 juridisch beschouwd als een vorm van reclame. Zulks ondanks het feit dat wervend taalgebruik in een prospectus angstvallig wordt vermeden. Zoveel mogelijk wordt eraan gestreefd de belegger van objectieve informatie over de uitgevende instelling en de aangeboden effecten te voorzien. De juridische kwalificatie van het prospectus als 'reclame' is gebaseerd op het feit dat het prospectus, ondanks het niet-wervende taalgebruik, een document is dat betrekking heeft op de verkoop van effecten. De effecten worden via het prospectus aan de belegger aangeboden. De regeling van de Wet misleidende en vergelijkende reclame van 1980, vervat in het huidige art. 6:194-196 BW (Wet MVR), vormt dan ook in Nederland het wettelijke kader van prospectusaansprakelijkheid. Sinds 2008 kunnen uitsluitend bedrijfsmatig handelende beleggers ('handelaren') nog een beroep doen op de Wet MVR. Consument-beleggers worden sindsdien beschermd door een nieuwe regeling neergelegd in art. 6:193a-j BW. Deze regeling is de implementatie van de Richtlijn Oneerlijke Handelspraktijken (Richtlijn OHP) en wordt wel aangeduid als de Wet OHP. De Wet OHP creëert een parallel regime aan dat van de Wet MVR. Beide regelingen voorzien in een omkering van de bewijslast ten gunste van de belegger ten aanzien van (1) het al dan niet misleidend karakter van het prospectus en (2) de toerekenbaarheid.

Hoewel zich na de World Online-affaire in Nederland geen mislukte beursintroductions van die omvang meer hebben voorgedaan, blijft het onderwerp van prospectusaansprakelijkheid in beweging. Telkens wanneer beleggers proberen koersschade te verhalen zoeken zij naar mogelijkheden om dit te doen met een beroep op art. 6:193a/194 BW. Langs die weg kunnen zij immers gebruik maken van de dubbele bewijslastomkering. Pogingen van beleggers hiertoe zijn (vooral nog) mislukt in een aansprakelijkheidsprocedure naar aanleiding van de ondergang van Fortis¹⁵ en in procedures die leidden tot de drie effectenlease-arresten van de Hoge Raad.¹⁶

In de Fortis-zaak komt een nieuwe tendens aan de oppervlakte, te weten het persoonlijk aansprakelijk stellen van bestuurders van de uitgevende instelling. Dit past in het streven van beleggers om zich bij het verhaal van hun schade niet uitsluitend meer te richten op de uitgevende instelling en de lead manager, zoals dat in de oudere jurisprudentie over prospectusaansprakelijkheid nog het geval was. Het past ook in de bredere tendens om bestuurders eerder aan te spreken op hun doen en laten. Behalve naar bestuurders worden in de literatuur met regelmaat mogelijkheden verkend van 'doorbraak' van (prospectus)aansprakelijkheid

14 Art. 6 Prospectusrichtlijn 2003/71 is vrijwel ongewijzigd overgenomen in art. 11 van de concept verordening.

15 Rb. Utrecht 15 februari 2012, JOR 2012/243 m.nt. J.H.M. Willems (Kortekaas c.s./Fortis c.s.).

16 HR 5 juni 2009, NJ 2012, 182 m.nt. J.B.M. Vranken, JOR 2009/199 m.nt. C.W.M. Lieverse (De Treek/Dexia); HR 5 juni 2009, NJ 2012, 183 m.nt. J.B.M. Vranken (Levob/Bolle) en HR 5 juni 2009, NJ 2012, 184 m.nt. J.B.M. Vranken, JOR 2009/200 m.nt. C.W.M. Lieverse (Stichting Gedupeerden Spaarconstructie/Aegon).

naar andere partijen dan de uitgevende instelling en de lead manager, zoals de herplaatsende aandeelhouder, de accountant, analisten en rating agencies.

In het kader van de actualiteit verdienen bepaalde ontwikkelingen op de financieringsmarkt eveneens vermelding. Na de kredietcrisis van de jaren 2008-2011 hebben banken de kredietverstrekking aan (met name) het midden- en kleinbedrijf aanzienlijk teruggeschroefd. Achtergrond hiervan zijn onder meer de noodzaak van een strenger risicomangement en de verplichting tot het aanhouden van hogere kapitaalbuffers. Als gevolg daarvan wordt de financiering van kleinere ondernemingen en projecten meer en meer afhankelijk van alternatieve financieringsvormen. Eén daarvan is crowdfunding, waaronder wel wordt verstaan (i) financiering van een project of onderneming (...); (ii) die wordt verstrekt door het publiek; (iii) voor relatief kleine bedragen per geldgever (...); (iv) waarbij de geldgevers (het publiek) met de geldvrager in contact komen via het internet.¹⁷ De crowdfunding markt bedroeg in 2014 wereldwijd zo'n € 12,5 miljard, waarvan € 2,5 miljard in Europa en € 78 miljoen in Nederland werd gefinancierd. Voor Nederland betekent dat een stijging van 70% ten opzichte van 2013. Verwacht wordt dat deze ontwikkeling zal doorzetten. In Nederland waren in 2015 zo'n 120 crowdfunding platforms actief, welke op het internet vraag en aanbod bij elkaar brengen.¹⁸ Bij investment based crowdfunding wordt geld aangetrokken van het publiek tegen uitgifte van effecten door de geldvrager. De geldvrager en/of het crowdfunding platform verstrekt over het te financieren project of onderneming informatie aan de geldgevers. Het verstrekken van deze informatie zal doorgaans gelden als het verrichten van een handelspraktijk van de geldvrager en/of het platform in de zin van art. 6:193a lid 1(d) BW. De informatieverstrekking, die veelal plaatsvindt onder een wettelijke uitzondering of vrijstelling van de prospectusplicht van art. 5:2 Wft, houdt immers rechtstreeks verband met de verkoop van effecten aan consumenten. Te verwachten valt dat met het groeien van de markt voor crowdfunding het belang van de Wet OHP – en onvermijdelijk het aantal gevallen waarin daarop door geldgevers/beleggers een beroep zal worden gedaan – in de praktijk zal toenemen. Dit zal naar verwachting leiden tot een nieuwe impuls voor jurisprudentie en doctrine op het gebied van prospectusaansprakelijkheid.

Een vraag die al langer speelt is, of de aansprakelijkheid voor een misleidend prospectus ook langs contractuele weg kan worden geconstrueerd. Beleggers in de primaire markttransactie, die als eersten de geplaatste aandelen verwerven, hebben als kopers van de effecten immers een contractuele relatie met de partij die als verkoper optreedt. Afhankelijk van de structuur van de emissie zijn het de uitgevende instelling, de lead manager en/of de herplaatsende aandeelhouder(s) die als verkoper(s) optreden. De vraag in hoeverre de contractuele route begaanbaar is, is onlangs weer actueel geworden. In juni 2014 werd de Implementatiewet richtlijn consumentenrechten van kracht.¹⁹ Tegelijk met implementatie van de richtlijn werd een nieuw lid 3 van art. 6:193j BW geïntroduceerd, dat zelf niet uit de richtlijn voortvloeit. Het artikellid bepaalt dat overeenkomsten die tot

17 Definitie ontleend aan Van Eersel 2015, p. 14.

18 Zie voor deze statistieken Van Eersel 2015, p. 13-14 met bronverwijzingen.

19 Stb. 2014, 140.

stand zijn gekomen als gevolg van een oneerlijke handelspraktijk vernietigbaar zijn. Vernietiging wordt in die opzet een sequeel van onrechtmatige daad.

Prospectusaansprakelijkheid is een onderwerp dat permanent boven de kapitaal- en financieringsmarkt zweeft. Bij het verstrekken van informatie, in welke vorm dan ook, aan geldgevers en beleggers zullen de opstellers steeds in gedachten moeten hebben dat materiële onjuistheid of onvolledigheid in misleiding kan uitmonden en aansprakelijkheidsrisico's met zich brengt.

Het streven van agerende beleggers naar bewijslastomkering, het forceren van doorbraak van aansprakelijkheid naar andere kapitaalmarktpartijen, de groei van de crowdfunding markt en het verkennen van de contractuele route: het zijn stuk voor stuk ontwikkelingen die het belang en de actualiteit van prospectusaansprakelijkheid onderstrepen.

1.2 Doel van het onderzoek en onderzoeksvragen

Het overkoepelende doel van het onderzoek is het geven van een overzicht van Nederlandse regelgeving, jurisprudentie en doctrine zoals deze zich in de loop der jaren hebben gevormd ten aanzien van de civielrechtelijke aansprakelijkheid voor het prospectus. Daarmee beoogt deze studie een handboek voor praktijk en wetenschap te zijn.

In het bijzonder zal aandacht worden besteed aan de volgende drie vragen:

1. Welke betrokkenen bij een emissie op de kapitaalmarkt kunnen in geval van een misleidend prospectus worden aangesproken op grond van onrechtmatige daad, in het bijzonder onder de Wet OHP en/of de Wet MVR, en onder welke voorwaarden?
2. Wat zijn de mogelijkheden voor beleggers die hun beleggingsbeslissing hebben gebaseerd op een misleidend prospectus tot het instellen van een vordering op contractuele grondslag? Hoe verhouden deze contractuele acties zich (a) tot elkaar en (b) tot de actie ex art. 6:193a/194 BW?
3. Voorziet de huidige wettelijke regeling van art. 6:193a/194 e.v. BW in een passend wettelijk kader voor delictuele prospectusaansprakelijkheid of is wetswijziging aangewezen?

1.3 Afbakening en positionering van het onderzoek

Het onderzoek omvat de civielrechtelijke aansprakelijkheid voor het misleidend prospectus uit hoofde van onrechtmatige daad en contract.

Door Bertrams is betoogd dat de relatie tussen lead manager en belegger 'bestaat (...) uit het prospectus' en dat deze niet is in te delen in 'absoluut gescheiden categorieën van overeenkomst en onrechtmatige daad'. Niet wordt uitgelegd op welke wijze het prospectus in die visie bron van rechten en verplichtingen kan

zijn.²⁰ Mogelijk doelt Bertrams op het bestaan van rechten en verplichtingen tussen de lead manager en de belegger buiten contract of onrechtmatige daad, bijv. op grond van opgewekt vertrouwen of redelijkheid en billijkheid. Ook Schoordijk acht het mogelijk dat een ‘vertrouwenwekkende verklaring’ op basis waarvan gehandeld wordt bron is van verbintenissen.²¹ Dit zogeheten ‘derde spoor’ is geen gemeengoed in het Nederlandse rechtsdenken en wordt door Hartkamp en Sieburgh van de nodige kanttekeningen voorzien.²² Het betreft een veel bredere problematiek, die de grenzen van een onderzoek naar prospectusaansprakelijkheid te buiten gaat. Bovendien is de mogelijke relevantie van Bertrams’ stellingname beperkt tot de relatie tussen de lead manager (resp. de uitgevende instelling) en de belegger in de *secundaire* markt. Ten aanzien van de belegger in de *primaire* markt bestaat inmiddels communis opinio dat sprake is van een contractuele relatie tussen hem en de lead manager resp. de uitgevende instelling.²³ Uitwerking van dit ‘derde spoor’ laat ik dan ook achterwege.

Ook een mogelijke actie van de belegger wegens ongerechtvaardigde verrijking (art. 6:212 BW) laat ik onbesproken. Volgens Hartkamp en Sieburgh zal de ‘verarmde’ (in dit geval: de belegger) er in geval van samenloop verstandig aan doen een andere vordering (in dit geval: uit overeenkomst of onrechtmatige daad) in te stellen, teneinde niet gehinderd te worden door de beperkingen die de wet aan de vordering uit ongerechtvaardigde verrijking stelt. Art. 6:212 lid 1 BW bepaalt immers dat vergoeding slechts plaats kan vinden (1) voor zover dit redelijk is en (2) tot het bedrag van de verrijking.²⁴ In de literatuur wordt wel verdedigd dat de regeling van vernietigbaarheid van rechtshandelingen exclusief werkt ten opzichte van art. 6:212 BW. In die visie verdringen bedrog en dwaling dus de ongerechtvaardigde verrijking als actie van de belegger in de primaire markt.²⁵

Het onderzoek naar prospectusaansprakelijkheid uit onrechtmatige daad is breed opgezet en betreft, naast een analyse van de verschillende elementen van onrechtmatige daad, de positie van de (in totaal tien) belangrijkste partijen die doorgaans betrokken zijn bij een emissie op de kapitaalmarkt. Ook wordt uitgebreid ingegaan op mogelijke aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen van de uitgevende instelling voor misleiding in het prospectus. In die zin is het onderzoek breder opgezet dan de dissertatie van Blom, welke zich beperkt tot behandeling van de positie van de lead manager.²⁶

De Wet OHP, welke consumentenrecht bevat, biedt de consument-belegger de mogelijkheid een vordering tot vergoeding van schade in te stellen welke hij geleden heeft door het nemen van een beleggingsbeslissing op basis van een misleidend prospectus. Daarnaast voorziet de Wet handhaving consumentenbe-

20 Bertrams 1997, p. 5, opgeworpen in het kader van het debat in de literatuur over de geldigheid van disclaimers in het prospectus, hetwelk zich afspeelde in de nasleep van HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade (Coop). In par. 15.8 wordt op dit debat ingegaan en neem ik daarin stelling.

21 Schoordijk 1996, p. 62-63.

22 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-I 2016, nr. 48-51.

23 De contractuele positie van de belegger in de primaire markt wordt uitvoerig behandeld in het contractuele deel van deze studie (hoofdstuk 15 en 16).

24 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 475.

25 Hartkamp en Sieburgh lijken dit af te leiden uit de parlementaire geschiedenis. Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 476.

26 M.A. Blom, Prospectusaansprakelijkheid van de lead manager (diss. Tilburg), Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 53, Deventer: Kluwer 1996.

scherming (Whc) in bestuursrechtelijke handhaving van de Wet OHP door de AFM. Handhaving van financieel consumentenrecht door de AFM valt buiten de grenzen van dit onderzoek. Verwezen wordt naar het preadvies dat Lieveise in 2010 over dit onderwerp schreef voor de Vereniging voor Effectenrecht.²⁷

In het World Online arrest is de Hoge Raad de belegger tegemoet gekomen inzake het te leveren bewijs van *conditio sine qua non* (csqn) verband tussen misleiding en de beleggingsbeslissing. Op de wijze waarop de Hoge Raad dit heeft gedaan is belangrijke kritiek geuit door De Jong in zijn dissertatie.²⁸ De Jong bepleit een causaliteitsverband dat aanknoopt bij de Amerikaanse fraud-on-the-markets theorie. Aan dit pleidooi van De Jong zal aandacht worden besteed bij de behandeling van de causaliteit.²⁹

Op het gebied van contractuele prospectusaansprakelijkheid is in het verleden door Van der Velden contractueel onderzoek gedaan.³⁰ Het contractuele deel van deze studie is mede hierdoor geïnspireerd en bouwt op dit pionierswerk voort.

Tenslotte is afgezien van systematisch onderzoek naar buitenlandse rechtstelsels en internationaal privaatrecht. Deze keuze is met name ingegeven door recent verschenen onderzoek van anderen op deze terreinen. Uitgebreid rechtsvergelijkend onderzoek naar prospectusaansprakelijkheid onder Frans, Duits en Engels recht is verricht door Arons in zijn dissertatie. Arons wijdt in zijn dissertatie eveneens een hoofdstuk aan conflictenrechtelijke regels die het toepasselijke recht op prospectusaansprakelijkheid in internationale setting bepalen.³¹ Het Amerikaanse recht inzake de aansprakelijkheid voor misleidende (prospectus) informatie wordt beschreven in de eerder genoemde dissertatie van De Jong, met het accent op causaal verband en schadevaststelling. Mede in verband met de recente datum van deze beide dissertaties zou een systematische uiteenzetting van prospectusaansprakelijkheid onder de genoemde rechtstelsels te weinig toegevoegde waarde hebben. Wel wordt voor een aantal specifieke deelonderwerpen in de betreffende paragrafen inspiratie geput uit Engels, Duits en Amerikaans recht. Deze – enigszins opportunistische – benadering acht ik verantwoord, omdat het aanhalen van buitenlands recht in die gevallen louter als doel heeft inspiratie op te doen om het denkproces op een specifiek punt van Nederlands recht verder te brengen. Het beoefenen van systematische rechtsvergelijking wordt daarbij niet gepretendeerd.

27 C.W.M. Lieveise, *Ooneerlijke handelspraktijken en handhaving van consumentenbescherming in de financiële sector: taken en bevoegdheden van de AFM*, preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2010, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 106, Deventer: Kluwer 2010.

28 B.J. de Jong, *Schade door misleiding op de effectenmarkt* (diss. Nijmegen), Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 103, Deventer: Kluwer 2010.

29 Zie par. 10.4 en 10.5.

30 J.W.P.M. van der Velden, *Contractuele prospectusaansprakelijkheid, NV 1997*, p. 145-149; J.W.P.M. van der Velden, *Gronden van prospectusaansprakelijkheid*, in: C.J.M. Klaassen e.a. (red.), *Aansprakelijkheid in beroep, bedrijf of ambt*, Serie Onderneming en Recht, deel 25, Deventer: Kluwer 2003, p. 673-697.

31 T.M.C. Arons, *Cross-border Enforcement of Listed Companies' Duties to Inform* (diss. Rotterdam), Serie vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 87, Deventer: Kluwer 2012. Het conflictenrecht wordt behandeld in hoofdstuk 9.

1.4 Onderzoeksmethode en plan van behandeling

De contouren van prospectusaansprakelijkheid tekenen zich af binnen diverse rechtsgebieden en in de kapitaalmarktpraktijk. De door mij gekozen benadering beoogt aan deze verschillende dimensies recht te doen.

In hoofdstuk 2 wordt aan de hand van de wetshistorie de evolutie van prospectusaansprakelijkheid vanuit het vennootschapsrecht naar het (Europese) consumentenrecht en effectenrecht geschetst. Inzichtelijk wordt gemaakt dat het prospectus, dat oorspronkelijk evenals de jaarrekening werd beschouwd als een vennootschappelijk document, zich ontwikkeld heeft tot een instrument van consumenten- en beleggersbescherming.

Hoofdstuk 3 beschrijft de gang van zaken in de praktijk van een beursintroductie en de plaats die het prospectus daarbij inneemt. Er worden verbanden gelegd tussen het transactieproces en de aansprakelijkheid voor het prospectus, wanneer dit achteraf misleidend blijkt te zijn. Dit hoofdstuk is voor een belangrijk deel gebaseerd op mijn ervaringen als advocaat in kapitaalmarkttransacties, soms optredend voor de uitgevende instelling, soms voor het syndicaat van begeleidende banken.

In hoofdstuk 4 wordt inzichtelijk gemaakt op welke wijze het nationale publiekrechtelijke effectenrecht en het Europese Unierecht kunnen doorwerken in het civiele recht inzake prospectusaansprakelijkheid.

Hoofdstuk 5 is voor het grootste deel gewijd aan het Unierechtelijke effectenrecht dat is neergelegd in Prospectusrichtlijn 2003/71, welke naar verwachting zal worden getransformeerd in een verordening. De Prospectusrichtlijn bevat overwegend publiekrecht, maar voorziet tevens in het beginsel van effectieve rechtsbescherming van beleggers door (in art. 6) te bepalen dat zij degenen die verantwoordelijk zijn voor het prospectus onder nationaal recht aansprakelijk moeten kunnen stellen. Geanalyseerd wordt in hoeverre dit beginsel een (aanvullende) basis kan vormen voor beleggersbescherming in het Nederlandse recht.

In hoofdstuk 6 wordt de prospectusaansprakelijkheid ingebed in het Nederlandse onrechtmatige daadsrecht. Het wettelijke kader van de afdelingen 6.3.3A BW (Wet OHP) en 6.3.4 BW (Wet MVR) wordt globaal uiteengezet, gevolgd door een analyse van hun onderlinge verhouding en hun verhouding tot art. 6:162 BW.

In de hoofdstukken 7 (onrechtmatigheid, misleiding), 8 (relativiteit), 9 (toerekenbaarheid) en 10 (causaliteit en schade) worden de diverse elementen van onrechtmatige daad ontleed in het kader van prospectusaansprakelijkheid. Hieraan wordt kleur gegeven aan de hand van de jurisprudentie die zich in de loop der jaren over prospectusaansprakelijkheid heeft gevormd.

In hoofdstuk 11 worden de bewijsrechtelijke bepalingen van art. 6:193j en 6:195 BW in het bredere kader van het Nederlandse bewijsrecht geplaatst. Onder meer komt de vraag aan de orde in hoeverre deze bepalingen toegevoegde waarde voor de belegger hebben ten opzichte van de middelen die het algemene bewijsrecht hem reeds toekent.

Hoofdstuk 12 handelt over de aansprakelijkheid van de uitgevende instelling voor misleidende mededelingen buiten het prospectus en mogelijke aansprakelijkheid van de begeleidende banken in verband daarmee. Het praktijkbelang van dit hoofdstuk is aanzienlijk, aangezien in tijden van emissie, wanneer de schijn-

werpers op de uitgevende instelling zijn gericht, de neiging om buiten het prospectus om aanvullende mededelingen te doen niet altijd onderdrukt blijkt te kunnen worden en in sommige gevallen voorgeschreven wordt.

Hoofdstuk 13 behandelt de aansprakelijkheidspositie van diverse partijen op de kapitaalmarkt en hoofdstuk 14 die van bestuurders en commissarissen van de uitgevende instelling in geval van een misleidend prospectus. Daarmee beogen deze beide hoofdstukken antwoord te geven op de eerste onderzoeksvraag. Voordat ten aanzien van elf individuele partijen op de kapitaalmarkt wordt beoordeeld of zij als ‘openbaarmakers’ in de zin van art. 6:194 BW dan wel ‘verrichters van een handelspraktijk’ in de zin van art. 6:193a BW kunnen gelden, worden deze beide begrippen geanalyseerd. Ook wordt aangegeven wanneer mogelijk kan worden teruggevallen op art. 6:162 BW als grondslag van aansprakelijkheid. Bij het innemen van standpunten over aansprakelijkheid van marktpartijen wordt er naar gestreefd het evenwicht te bewaren tussen enerzijds een redelijke bescherming van de belegger en anderzijds vermijden dat de kapitaalmarkt voor partijen een ‘mijneveld’ van op de loer liggende aansprakelijkheden wordt. Het initiëren van een transactie op de Nederlandse kapitaalmarkt moet niet onaantrekkelijk worden gemaakt. ‘Bange’ partijen die te defensief optreden of zelfs naar het buitenland uitwijken moeten worden vermeden.³² Een tweede rode draad in de gekozen benadering in deze beide hoofdstukken is de evenwichtigheid van het ‘gebouw’ van de afdelingen 6.3.3A BW (Wet OHP) en 6.3.4 BW (Wet MVR). Een bestanddeel van onrechtmatige daad dient niet bij de ene marktpartij ter verkrijging van aansprakelijkheid zodanig te worden geïnterpreteerd, dat toepassing ervan bij andere marktpartijen tot ongewenste resultaten leidt. Tevens wordt er naar gestreefd de resultaten van de beide afdelingen ten aanzien van *dezelfde* marktpartij zoveel mogelijk parallel te laten lopen. Mogelijke afwijkingen dienen verklaarbaar te zijn. Het betreft hier het belang van de rechtseenheid.

In de hoofdstukken 15 en 16 wordt het prospectus in het kader van het contractenrecht geplaatst en wordt de vraag gesteld welke contractuele acties beleggers (in de primaire markt) mogelijk ten dienste staan wanneer zij beleggingschade als gevolg van een misleidend prospectus wensen te verhalen. In deze beide hoofdstukken wordt voor een belangrijk deel niet ontgonnen terrein betreden. Vervolgens wordt in hoofdstuk 17 gepoogd (i) de delictuele en de contractuele prospectusaansprakelijkheid en (ii) de diverse contractuele acties onderling tegen elkaar af te zetten. In het bijzonder de hoofdstukken 16 en 17 behandelen de tweede onderzoeksvraag.

Tenslotte wordt de derde onderzoeksvraag behandeld in hoofdstuk 18, dat gewijd is aan een evaluatie van de wettelijke regeling van art. 6:193a/194 e.v. BW in het licht van prospectusaansprakelijkheid.

Het onderzoek omvat analyse van wetgeving, parlementaire geschiedenis, Europese richtlijnen/verordeningen en hun totstandkomingsgeschiedenis, Nederlandse en Europese jurisprudentie en literatuur. Een enkele keer wordt ter inspiratie een uitstapje gemaakt naar Engelse, Duitse of Amerikaanse bronnen. Met enige

32 Vergelijk de ‘Bange bestuurders’ van M.J. Kroeze in zijn oratie, *Ondernemingsrecht 2006/1*, p. 4 e.v. Deze moeten eveneens niet te gemakkelijk aansprakelijk kunnen worden gesteld voor hun handelen als bestuurder van de vennootschap.

regelmaat wordt geput uit prospectussen die zijn uitgebracht in het kader van beursintroductions/emissies en uit mijn eigen ervaringen als advocaat in kapitaalmarkttransacties en -geschillen.

Het onderzoek is afgesloten op 1 januari 2017. Enkele bronvermeldingen van latere datum konden nog worden verwerkt.

2.1 Prehistorie

2.1.1 *Onrechtmatigheid = onwetmatigheid*

De titel van paragraaf 2.1 wordt door archeologen en historici volgens het zo genoemde ‘drieperiodensysteem’ gebruikt als aanduiding van de periode in de ontwikkeling van de menselijke beschaving die het stenen tijdperk, de bronstijd en de ijzertijd omvat.¹ In het kader van dit boek wordt bedoeld op de periode waarin Nederland nog niet over een geschreven wettelijke regeling van prospectusaansprakelijkheid beschikte. Deze periode eindigde op 1 april 1929 met de inwerkingtreding van een wettelijke regeling die specifiek op het onderwerp was toegesneden.² De regeling zal hieronder in paragraaf 2.2 van dit hoofdstuk aan een beschouwing worden onderworpen.

Al vóór inwerkingtreding van deze wettelijke regeling is een enkele kwestie van civielrechtelijke aansprakelijkheid voor misleidende (prospectus)informatie door beleggers aan de rechter voorgelegd. Bij gebreke van een specifieke wettelijke regeling moest de rechter zich behelpen met de algemene regeling van onrechtmatige daad, destijds nog vervat in art. 1401 BW. Ik schrijf ‘behelpen’, omdat de regeling van onrechtmatige daad lange tijd gekneld heeft onder invloed van de beperkte uitleg die de Hoge Raad gaf aan het begrip ‘onrechtmatig’. Behalve het maken van inbreuk op eens anders recht, kon een onrechtmatige daad in de uitleg van de Hoge Raad slechts bestaan uit een handelen of nalaten in strijd met des daders rechtsplicht. Onder ‘rechtsplicht’ werd destijds verstaan ‘wettelijke plicht’: er moest sprake zijn van handelen of nalaten in strijd met enige wet of wettelijke verordening.³

Deze beperkte uitleg kleurde de jurisprudentie van de Hoge Raad in de tweede helft van de negentiende eeuw en begin twintigste eeuw in, ondanks groeiend

1 Het drieperiodensysteem werd tussen 1820 en 1830 bedacht door de Deense museumconservator Christian Jürgensen Thomsen en was de aanzet voor hevige debatten tussen Deense en Duitse geleerden, welke ‘niet geheel toevallig’ culmineerden tijdens de Duits-Deense oorlog van 1864. Zie [http://nl.wikipedia.org/wiki](http://nl.wikipedia.org/wiki/prehistorie) onder ‘prehistorie’ en ‘drieperiodensysteem’.

2 Wet van 2 juli 1928 tot wijziging en aanvulling van de bepalingen omtrent de naamlooze vennootschap en regeling van de aansprakelijkheid voor het prospectus, Stb. 1928, 216.

3 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 39.

verzet vanuit de doctrine en ontwikkelingen in de lagere rechtspraak.⁴ Deze stonden een ruimere uitleg voor, waarin het begrip ‘onrechtmatig’ mede zou worden ingekleurd door regels van maatschappelijke betamelijkheid. De Hoge Raad ging hier lange tijd niet in mee.⁵ Initiatieven van de wetgever in de vorm van een wetsontwerp uit 1911 en een gewijzigd ontwerp uit 1913 om deze situatie te doorbreken en door middel van wijziging van de art. 1401 e.v. BW de onrechtmatigheidsnorm te verruimen met schending van (ongeschreven) zorgvuldigheidsnormen zijn verzend.⁶

2.1.2 *Belang van het strafrecht*

Civielrechtelijke prospectusaansprakelijkheid kan niet worden aangenomen op basis van het criterium ‘inbreuk op eens anders recht’. Er wordt immers bij het verstrekken van misleidende (prospectus)informatie geen inbreuk op enig subjectief recht van de ontvanger van deze informatie gemaakt.⁷ Dit betekent, dat in de toenmalige beperkte uitleg van de Hoge Raad van het onrechtmatigheids criterium sprake diende te zijn van een handelen of nalaten door de verstrekker van de misleidende informatie dat in strijd was met een wettelijke bepaling. Deze wettelijke bepaling werd gevonden in het voormalige art. 335 Sr, dat als volgt luidde⁸:

‘1. Hij die, zich belastende met of zijn medewerking verlenende tot het plaatsen van schuldbrieven of certificaten van schuldbrieven van enige staat, enige provincie, gemeente of openbare instelling of enig natuurlijke persoon, of van schuldbrieven of aandelen van enige bestaande of op te richten rechtspersoon of vennootschap, of van certificaten van zodanige schuldbrieven of aandelen, het publiek tot inschrijving of deelneming tracht te bewegen door het opzettelijk verzwijgen of verminken van ware of voorspiegelen van valse feiten of omstandigheden, wordt gestraft hetzij met gevangenisstraf van ten hoogste drie jaren en geldboete van de vijfde categorie, hetzij met een van deze straffen.

2. Met dezelfde straf wordt gestraft de natuurlijke persoon of de bestuurder, behorende vennoot of commissaris van de rechtspersoon of vennootschap, die het plegen van het feit opzettelijk toelaat.’

4 Een fraai voorbeeld van deze beperkte uitleg biedt HR 6 april 1883, W 4901. Een notaris had bij openbare verkoop van een zeeschip de koper niet ingelicht omtrent het bestaan van enkele bevoorrechte schulden. De rechtbank oordeelde in eerdere instantie dat de notaris weliswaar onvoorzichtig en onbedachtzaam had gehandeld, maar dat er bij gebreke van een wettelijke plicht om de koper in te lichten, geen sprake was van wederrechtelijk handelen ofwel van een onrechtmatige daad. De Hoge Raad laat dit oordeel in stand.

5 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 41.

6 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 41.

7 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 46, behandelt het criterium ‘inbreuk op eens anders recht’ en geeft een onderverdeling van de (belangrijkste) subjectieve rechten in persoonlijkheidsrechten en vermogensrechten, met vermelding van voorbeelden van beide categorieën. De categorie vermogensrechten valt op haar beurt uiteen in (absolute) rechten op goederen en persoonlijke vermogensrechten (vorderingsrechten, waarop inbreuk doorgaans wanprestatie oplevert). Naar mijn mening wordt op geen van voornoemde rechten bij het verstrekken van misleidende prospectusinformatie inbreuk gemaakt. Dit is in overeenstemming met Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 52, waar wordt geconcludeerd dat het inbreukcriterium een beperkt toepassingsbereik heeft.

8 Het artikel heeft in de loop van zijn bestaan diverse, niet zeer wezenlijke, wijzigingen ondergaan. Hier wordt de laatst geldende versie vermeld, voordat de bepaling met ingang van 18 juli 1992 werd overgeheveld naar de Wet toezicht effectenverkeer door inwerkingtreding van de Wet van 1 juli 1992, Stb. 338, houdende overbrenging van strafbepalingen ter zake van publieksmisleiding en misbruik van voorwetenschap van het Wetboek van Strafrecht (artikelen 335 en 336a) naar de Wet toezicht effectenverkeer.

Het door art. 335 Sr getroffen strafbare handelen staat in de literatuur onder verschillende noemers bekend, te weten ‘publieksmisleiding’, ‘emissiebedrog’, en ‘prospectusfraude’. In het kader van dit boek zal verder de term ‘publieksmisleiding’ worden gebezigd. Art. 335 Sr wordt, inclusief zijn wetsgeschiedenis, uitvoerig besproken in de dissertatie van Doorenbos.⁹

In de oude leer van de Hoge Raad werd het onrechtmatigheids criterium derhalve ingevuld met art. 335 Sr. Een belangrijk gevolg hiervan was, dat langs deze weg het vereiste van opzet zijn intrede deed in de civielrechtelijke prospectusaansprakelijkheid. Art. 335 Sr stelde immers (slechts) het *opzettelijk* verzwijgen of verminken van ware informatie en het *opzettelijk* voorspiegelen van valse informatie strafbaar. Als illustratie voor de jurisprudentie over prospectusaansprakelijkheid in deze periode noemt Doorenbos de uitspraken van het Hof Arnhem en de Hoge Raad inzake Rijwielfabriek Necec.¹⁰ Ondanks het ontbreken van opzet en daarmee van de toepasselijkheid van art. 335 Sr, kwalificeerde het Hof het verspreiden van een misleidend prospectus als onrechtmatig, omdat bij de verspreiders sprake was van nalatigheid om onderzoek naar de juistheid van de betreffende informatie te doen en van onvoorzichtigheid om het prospectus desalniettemin onder het publiek te verspreiden. Het Hof nam dus genoegen met nalatigheid en onvoorzichtigheid aan de kant van de verspreiders en week daarmee af van de leer van de Hoge Raad, die geheel leunde op de toepasselijkheid van art. 335 Sr, waarbij opzet een vereiste was. De Hoge Raad hield vast aan zijn beperkte uitleg van het onrechtmatigheids criterium en casseerde op grond van de volgende kernoverweging:

‘dat het Hof, des eischers vergoedingsplicht daarop grondende dat hij heeft nagelaten de waarheid der nu onwaar gebleken feiten te onderzoeken en niettemin het prospectus, waarin zij als waar werden voorgesteld, onder het publiek heeft verspreid, iemands bloote lichtvaardigheid in het motiveeren eener financieele aanbeveling stempelt tot een onrechtmatige daad van burgerlijk recht, te vermijden op straf van schadevergoeding;

dat echter, al is het betrachten van omzichtigheid bij financieele raadgevingen plichtmatig van een zedelijk en behoorlijk van een maatschappelijk standpunt, het verzuimen daarvan geen schending van een *rechtsplicht* vormt (...).’ [curs. jpf]

Deze benadering komt op hedendaagse juristen – en ook al op juristen van weleer – formalistisch over en druist in tegen het rechtvaardigheidsgevoel.

Iets minder confronterend met de leer van de Hoge Raad dan het Hof Arnhem inzake Rijwielfabriek Necec stelde de rechtbank Amsterdam zich op in een uitspraak van 1903.¹¹ Een belegger vorderde schadevergoeding na aandelen te hebben genomen in de NV Kannenbier Maatschappij. Deze waren aangeboden door verspreiding van een prospectus dat diverse materiële onjuistheden en onvolledigheden bevatte. De rechtbank ging bij het formuleren van het onrechtmatigheids criterium voor prospectusaansprakelijkheid veiligheidshalve voor twee ankers liggen:

9 Doorenbos 1992, p. 305-328.

10 Hof Arnhem 3 februari 1904, W 8067 (interlocutoir arrest), Hof Arnhem 7 december 1904, W 8171 (eindarrest) en HR 24 november 1905, W 8304, kort beschreven in Doorenbos 1992, p. 308-309.

11 Rb. Amsterdam 21 januari 1903, W 7979 (NV Kannenbier Maatschappij), uitgebreid besproken door Van de Braak 2003.

‘dat thans moet onderzocht worden in hoeverre het samenstellen en publiceeren van het bedoelde prospectus, of de medewerking daartoe, onder het begrip van onrechtmatige daad kan vallen; dat, wanneer blijken mocht dat dit prospectus in meerdere opzichten in strijd met de waarheid is samengesteld en neerkomt op een verzwigen of verminken van ware of voorspiegelen van valsche feiten of omstandigheden, deze vraag in bevestigenden zin zal moeten worden beantwoord, niet alleen omdat het samenstellen en publiceeren van een dergelijk prospectus, of de medewerking daartoe, naar algemeene rechtsbeginselen in strijd is met het recht en met de plichten die het maatschappelijk verkeer oplegt, maar ook omdat een dergelijke handelwijze bij art. 335 Strafrecht verboden is en dus in openlijken strijd is met de wet; (...)’

Het vasthouden aan het opzetvereiste stuitte overigens al geruime tijd voor bovengenoemde jurisprudentie op kritiek. Van de Braak¹² noemt het eindrapport van de Staatscommissie Kist uit 1890 tot herziening van het Wetboek van Koophandel, waarin wordt opgemerkt dat het *‘niet te veel gevergd [is] dat zij die medewerken tot het samenstellen van stukken, die ten doel hebben anderen tot het nemen van aandelen aan te sporen, zich vooraf van de juistheid der in die stukken opgenomen mededeelingen vergewissen.’* Daarmee wordt gepleit voor een onderzoeksplicht van de samenstellers van het prospectus. Het niet naleven van deze onderzoeksplicht hoeft nog niet te impliceren dat *opzettelijk* misleidende informatie wordt opgenomen, maar levert wel een zodanige nalatigheid op, die voldoende zou moeten zijn om tot aansprakelijkheid voor een misleidend prospectus te kunnen concluderen. Pas twintig jaar na het eindrapport van de Staatscommissie, in 1910, werd een eerste wetsontwerp tot herziening van het NV-recht in het Wetboek van Koophandel ingediend, waarin ook bepalingen met betrekking tot prospectusaansprakelijkheid zijn opgenomen.¹³ Dit heeft uiteindelijk tot de wettelijke regeling van 1928 geleid¹⁴, welke op 1 april 1929 in werking trad. Deze zal in paragraaf 2.2 worden besproken.

2.1.3 *Van publieksmisleiding naar marktmanipulatie*

Al zo'n tien jaar voor inwerkingtreding van de wettelijke regeling van 1928 verloor het strafrecht grotendeels zijn betekenis voor de invulling van de civielrechtelijke prospectusaansprakelijkheid, toen de Hoge Raad op 31 januari 1919 zijn arrest in de zaak Lindenbaum/Cohen wees.¹⁵ Dit betekent niet, dat het (opzettelijk) opnemen van misleidende informatie in een prospectus niet langer strafbaar zou zijn. Het delict van publieksmisleiding bleef ook na Lindenbaum/Cohen voortbestaan in de strafwetgeving, aanvankelijk nog als art. 335 Sr. Met ingang van 18 juli 1992 werd de bepaling overgebracht naar de Wet toezicht effectenverkeer, waarin zij voortleefde als art. 31b Wte. Per 31 december 1995 is de bepaling overgenomen in de Wet toezicht effectenverkeer 1995 als art. 47 Wte 1995.¹⁶ Vervolgens zijn met ingang van 1 oktober 2005 de strafbepalingen van de Wte

12 Van de Braak 2003, p. 18, noten 5 en 6 met bijbehorende tekst.

13 Handelingen S-G 1909-1910, Bijlagen, nr. 217.1-2.

14 Zie noot 2 hierboven.

15 Dit arrest wordt in par. 2.1.4 besproken.

16 Wet van 16 november 1995, Stb. 574, houdende het opnieuw vaststellen van de Wet toezicht effectenverkeer in verband met de uitvoering van de richtlijn betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten en van de richtlijn betreffende de kapitaaltoereikendheid van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen (Wet toezicht effectenverkeer 1995).

1995, waaronder art. 47, integraal vervangen door nieuwe bepalingen in verband met inwerkingtreding van de Wet marktmisbruik¹⁷, die de implementatie vormde van de Richtlijn Marktmisbruik.¹⁸ Met betrekking tot deze laatste transitie is in twee strafzaken voor de rechtbank Amsterdam door de verdediging betoogd dat art. 47 (oud) Wte 1995 in het kader van de implementatie van de Richtlijn Marktmisbruik niet vervangen is door een soortgelijke bepaling en dat daarmee – in overeenstemming met gewijzigde opvattingen terzake – de strafwaardigheid van publieksmisleiding de facto is komen te vervallen.¹⁹ Dit verweer is door de rechtbank in beide zaken verworpen op basis van het uitgangspunt dat het verbod van publieksmisleiding van art. 47 (oud) Wte 1995 per 1 oktober 2005 onder het meer omvattende verbod van marktmanipulatie van het (toen) nieuwe art. 46b lid 1 sub d Wte 1995 is komen te ressorteren. De rechtbank verwees daarbij onder meer naar de concept MvT die eerder in het kader van de marktconsultatie over de Wet marktmisbruik was gepubliceerd. Het verbod van marktmanipulatie van art. 46b Wte 1995 is bij de inwerkingtreding van de Wft per 1 januari 2007 – met enkele in dit kader immateriële aanpassingen – overgebracht naar art. 5:58 (oud) Wft.²⁰ Op basis van de hiervoor genoemde jurisprudentie van de rechtbank Amsterdam moet er dus van worden uitgegaan, dat publieksmisleiding strafbaar werd gesteld onder art. 5:58 lid 1 aanhef en sub d (oud) Wft.²¹

Art. 5:58 (oud) Wft is per 3 juli 2016 komen te vervallen. Met ingang van die datum geldt een direct werkend Europees verbod van marktmanipulatie, vervat in art. 15 jo. 12 lid 1 van de nieuwe Verordening Marktmisbruik.²² Deze bepalingen luiden, voor zover in deze van belang, als volgt:

Art. 15

‘Het is verboden om de markt te manipuleren of te trachten de markt te manipuleren.

Art. 12 lid 1(c)

‘Voor de toepassing van deze verordening omvat marktmanipulatie de volgende activiteiten: (...) (c) de verspreiding van informatie, via de media, met inbegrip van internet, of via andere kanalen, waaronder daadwerkelijk of waarschijnlijk onjuiste of misleidende signalen worden afgegeven met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van een financieel instrument (...) of de koers van een of meer financiële instrumenten (...) daadwerkelijk of waarschijnlijk op een abnormaal of kunstmatig niveau wordt gebracht, met inbegrip van de verspreiding van geruchten wanneer de persoon die de informatie verspreidde, wist of had moeten weten dat de informatie onjuist of misleidend was.’

-
- 17 Wet van 23 juni 2005 tot wijziging van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 en andere wetten ter implementatie van richtlijn nr. 2003/6/EG betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik) en andere richtlijnen (Stb. 2005, 346).
- 18 Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik) (*PbEU* 2003, L 96/16).
- 19 Rb. Amsterdam 22 mei 2006, JOR 2006/178 m.nt. P.M. van der Zanden (Ahold); Rb. Amsterdam 10 april 2008, JOR 2008/200 m.nt. D.R. Doorenbos (Versatel).
- 20 Wet van 28 september 2006, houdende regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht) (Stb. 2006, 475).
- 21 Reeds eerder ging Kristen ervan uit dat publieksmisleiding na omzetting van de Richtlijn Marktmisbruik onder het verbod van marktmanipulatie zou komen te vallen, omdat dit verbod ‘een veelheid van vormen van fraude op de financiële markten’ dekt. Zie Kristen 2004, p. 184.
- 22 Verordening 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (*PbEU* 2014 L 173/1) (Verordening Marktmisbruik). Deze vervangt de Richtlijn Marktmisbruik 2003/6/EG.

In hoeverre is deze bepaling dekkend in geval van een emissie van nieuw uit te geven effecten (derhalve een *primaire* markttransactie) waarvoor een prospectus wordt gepubliceerd?

Allereerst dient te worden vastgesteld dat de Verordening Marktmissbruik op grond van art. 2 lid 1 van toepassing is op (onder meer) financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of een *multilateral trading facility* (MTF) of waarvoor toelating tot de handel is aangevraagd. Het indienen van de toelatingsaanvraag is derhalve een voorwaarde voor het toepasselijk worden van de verordening. De strafbaar gestelde handeling bestaat in de ‘verspreiding’ van ‘onjuiste of misleidende’ informatie. In geval van een emissie staat deze informatie – afgezien van de gebruikelijke persberichten – in het emissieprospectus. Het ‘verspreiden’ van het prospectus vindt (in de Nederlandse praktijk) doorgaans plaats op twee naast elkaar toegepaste wijzen: plaatsing op de websites van de uitgevende instelling en Euronext Amsterdam alsmede verstrekking van gedrukte exemplaren aan (institutionele) beleggers.²³ Ik zou menen dat het verbod van art. 15 jo. 12 lid 1(c) Verordening Marktmissbruik wordt overtreden, zodra het misleidende prospectus op een website is geplaatst of met de verspreiding van gedrukte exemplaren is aangevangen. Blijkens recente prospectussen zal bij een *eerste* toelating van effecten van een uitgevende instelling tot de handel ten tijde van publicatie van het prospectus de toelatingsaanvraag al bij de betreffende markt zijn ingediend.²⁴ Daardoor is van meet af aan sprake van verspreiding van informatie met betrekking tot ‘financiële instrumenten’. In geval van een *volgende* toelating waren reeds in het verleden financiële instrumenten van de uitgevende instelling tot de handel toegelaten, zodat de toelatingsaanvraag met betrekking tot de nieuw uit te geven stukken niet meer relevant is voor de toepasselijkheid van art. 15 jo. 12 lid 1(c) Verordening Marktmissbruik. De bepaling dient bij een vervolgemissie naar mijn mening zo te worden gelezen, dat zij – *onafhankelijk* van het moment van indiening van de toelatingsaanvraag met betrekking tot de nieuwe effecten – toepasselijk is zodra het prospectus wordt verspreid. Daarbij is de gedachte, dat bij een vervolgemissie van het misleidende prospectus al snel een onjuist of misleidend signaal zal uitgaan met betrekking tot de koers van de reeds tot de handel toegelaten effecten.

Voorts kan worden geconstateerd dat niet alleen de verspreider van informatie die weet, maar ook hij die ‘had moeten weten’ dat die informatie onjuist of misleidend is, in strijd handelt met art. 15 jo. 12 lid 1(c) Verordening Marktmissbruik. Er geldt geen opzetvereiste.²⁵ Degene die onbewust onjuiste of misleidende

23 Nelemans 2007, p. 148-149 onderscheidt in het kader van art. 5:58 (oud) Wft twee *aspecten* van verspreiding: de verspreidings*handeling* en het verspreidings*resultaat*. De verspreidings*handeling* laat hij uiteenvallen in twee *methoden* van verspreiding: passief verspreiden, waarbij wordt volstaan met het ‘openen van een informatiebron’ voor anderen; en actief verspreiden, waarbij ‘geadresseerde’ informatie wordt ‘uitgezonden naar’ anderen. Mij komt voor dat in de Nederlandse emissiepraktijk beide methoden naast elkaar worden gebruikt. Met het verspreidings*resultaat* doelt Nelemans op het ‘bereik van de gehanteerde verspreidingsmethode’: wanneer is de informatie (volledig) verspreid? Ik maak uit zijn betoog echter niet een duidelijk standpunt op met betrekking tot de vraag of een zeker verspreidings*resultaat* moet zijn bereikt alvorens sprake kan zijn van ‘verspreiden’ in de zin van art. 5:58 lid 1 sub d (oud) Wft dan wel of een verspreidings*handeling*, ongeacht het resultaat, daarvoor voldoende is.

24 Zie bijv. het prospectus d.d. 10 november 2015 inzake de beursintroductie van ABN AMRO Group NV, voorblad: ‘Application has been made to list the Offer DRs and Over-Allotment DRs (...) under the symbol “ABN” on Euronext in Amsterdam (...)’.

25 In gelijke zin onder het voorheen geldende nationale recht Doorenbos, noot bij Rb. Amsterdam 10 april 2008, JOR 2008/200 (Versatel).

(prospectus)informatie verspreidt overtreedt het verbod niet.²⁶ Mij komt voor dat het voor de verspreider lastig zal zijn om te betogen dat verspreiding van onjuiste of misleidende (prospectus)informatie ‘onbewust’ heeft plaatsgevonden, indien de verspreider zijn eigen onbewustheid heeft gecultiveerd, bijvoorbeeld door onderzoek naar de juistheid en volledigheid van de betreffende informatie geheel of in verregaande mate achterwege te laten. In dat geval heeft de verspreider welbewust het risico van (deels) onjuiste of onvolledige informatie genomen en is de stap naar het ‘had moeten weten’ van art. 12 lid 1(c) Verordening Markt-misbruik klein.

2.1.4 *Lindenbaum/Cohen*

Na het verzanden van de pogingen van de wetgever om het onrechtmatigheids-criterium van art. 1401 BW te verruimen met schending van (ongeschreven) zorgvuldigheidsnormen²⁷ heeft de Hoge Raad uiteindelijk zijn strenge leer verlaten door ‘om te gaan’ in het bekende arrest van 31 januari 1919 (Lindenbaum/Cohen).²⁸ Deze beslissing betekende een omwenteling in het civiele recht en wordt algemeen beschouwd als de belangrijkste, ooit door de Hoge Raad gegeven.²⁹ In het arrest wordt het concept van de onrechtmatige daad verruimd met de volgende kernoverweging:

‘dat onder onrechtmatige daad is te verstaan een handelen of nalaten, dat of inbreuk maakt op eens anders recht, of in strijd is met des daders rechtsplicht, of indruischt, hetzij tegen de goede zeden, hetzij tegen de zorgvuldigheid, welke in het maatschappelijk verkeer betaamt ten aanzien van eens anders persoon of goed, terwijl hij door wiens schuld tengevolge dier daad aan een ander schade wordt toegebracht, tot vergoeding daarvan is verplicht’

Daarmee is het onrechtmatigheidscriterium uitgebreid met handelen in strijd met ongeschreven zorgvuldigheidsnormen. Het feit dat het om *ongeschreven* recht gaat is in het huidige art. 6:162 lid 2 BW, dat nauw op de Lindenbaum/Cohen-formule aansluit, geëxpliciteerd. Ook voor het leerstuk van de prospectusaansprakelijkheid betekende Lindenbaum/Cohen een doorbraak. Voortaan zou het niet meer nodig zijn om handelen in strijd met art. 335 Sr vast te stellen, alvorens tot civielrechtelijke prospectusaansprakelijkheid te kunnen concluderen. Daarmee verdween ook het opzetvereiste. Nalatigheid bij het opstellen van een prospectus, in het bijzonder door geen of onvoldoende onderzoek te verrichten naar de juistheid en volledigheid van de prospectusinformatie, zou voortaan voldoende zijn om het betreffende gedrag als onrechtmatig (: want onzorgvuldig) te kwalificeren. Een voorbeeld van een uitspraak waarin deze nieuwe lijn wordt gevolgd, is een arrest van het Hof Amsterdam van 10 oktober 1924, waarin het ging om het aanprijzen en verkopen van aandelen in de NV Scheepvaart Maatschappij “Trajectum”, die feitelijk geen waarde hadden. Het Hof overwoog als volgt:

26 Aldus onder het voorheen geldende nationale recht Raas 2008, p. 159-160.

27 Zie par. 2.1.1, noot 6.

28 HR 31 januari 1919, NJ 1919, p. 161; W 10365 m.nt. Molengraaff.

29 Aldus Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 42.

‘dat (...) daarnevens feiten werden gesteld van nalatigheid en onvoorzichtigheid van appellant, met name dat hij zich niet vóór het aanprijzen van de aandelen ter dege op de hoogte van den toestand der Naamlooze Vennootschap had gesteld, en hij zich had behooren te onthouden van het voorspiegelen van feiten en omstandigheden, welke niet met de werkelijkheid overeenkwamen, indien hij niet zeker van zijne zaak was;

dat ook deze subsidiair gestelde feiten een inbreuk vormen op de zorgvuldigheid, welke in het maatschappelijk verkeer betaamt ten aanzien van eens anders goed, en zij dus eene onrechtmatige daad opleveren; (...)’³⁰

Als gevolg van deze ontwikkelingen in het algemene onrechtmatige daadsrecht was de belegger vanaf 1919 aanzienlijk beter beschermd tegen lichtvaardige aanbiedingen van effecten, die niet vooraf waren gegaan door gedegen onderzoek door de aanbieder.

2.2 Wet van 1928

In 1928 werden voor de eerste maal bepalingen over prospectusaansprakelijkheid in de Nederlandse wetgeving geïntroduceerd. Aanvankelijk was het de bedoeling van de wetgever om het onderwerp te regelen als onderdeel van een algehele wijziging en aanvulling van het vennootschapsrecht, dat destijds nog deel uitmaakte van het WvK en dringend aan herziening toe was. Deze wetgevingsoperatie omvatte een wetsontwerp uit 1910³¹, gevolgd door een gewijzigd ontwerp uit 1925³² en een nader gewijzigd ontwerp uit 1927³³, en werd uiteindelijk pas in 1928 afgerond.³⁴

2.2.1 *Het ontwerp-Nelissen (1910)*

In het ontwerp-Nelissen uit 1910 worden enkele (zeer bescheiden) inhoudelijke prospectusvereisten en de aansprakelijkheid voor het prospectus ondergebracht bij de algemene bepalingen over naamloze vennootschappen. De aansprakelijkheid voor het prospectus berust bij de naamloze vennootschap zelf, de bestuurders en commissarissen, de ondertekenaars van het prospectus en degenen die de betreffende effecten plaatsen.

Het vereiste van opzet van de opsteller of verspreider van het prospectus voor het opnemen van misleidende mededelingen wordt niet gesteld. Er lijkt sprake te zijn van schuldaansprakelijkheid. Schuld kan volgen uit het nalaten van voorafgaand onderzoek, zo lijkt uit de MvT bij het ontwerp te volgen.³⁵ Daarmee liep

30 Hof Amsterdam, 10 oktober 1924, W 11266 (Scheepvaart Maatschappij “Trajectum”).

31 Ontwerp Minister van Justitie Nelissen, Handelingen S-G 1909-1910, Bijlagen, nr. 217.1-2. Dit wetsontwerp is voorafgegaan door ontwerpen uit 1871 (ingetrokken) en 1890 (ontwerp van Staatscommissie Kist, niet aan de Tweede Kamer aangeboden). Zie over de historie van de diverse wetsontwerpen, niet in het kader van prospectusaansprakelijkheid maar in het kader van de afgeleide actie van aandeelhouders, Kroeze 2004, hoofdstuk 7.

32 Ontwerp Minister van Justitie Heemskerk, Handelingen S-G 1924-1925, Bijlagen, nr. 69.2.

33 Ontwerp Minister van Justitie Donner, Handelingen S-G 1926-1927, Bijlagen, nr. 27.3.

34 Wet van 2 juli 1928 tot wijziging en aanvulling van de bepalingen omtrent de naamlooze vennootschap en regeling van de aansprakelijkheid voor het prospectus (Stb. 1928, 216), in werking getreden op 1 april 1929.

35 De MvT zegt hierover: ‘(...) en het is niet te veel geveerd, dat zij, die medewerken tot het samenstellen van stukken, ten doel hebbende het publiek tot het nemen van aandelen of obligatiën van op te richten of reeds bestaande maatschappijen aan te sporen, zich vooraf van de juistheid der in die stukken opgenomen mededeelingen te vergewissen.’ (Handelingen S-G 1909-1910, Bijlagen, nr. 217.3, p. 23).

het ontwerp-Nelissen, dat stamt uit de periode vóór het Lindenbaum/Cohen-arrest van de Hoge Raad,³⁶ op zijn tijd vooruit. Op grond van de toen geldende jurisprudentie moest immers het opzetvereiste van art. 335 Sr nog in de civielrechtelijke prospectusaansprakelijkheid worden ingelezen.³⁷

De teleurgestelde belegger heeft de keuze uit twee *remedies*: ofwel volledige schadevergoeding ofwel herstel in de oude toestand door terugbetaling van het geïnvesteerde bedrag tegen teruggave van de effecten. Laatstgenoemde vordering is blijkens de MvT bedoeld om de belegger te verlossen van bewijslevering met betrekking tot de geleden schade.

Het ontwerp keert de bewijslast ten aanzien van de (on)juistheid of (on)volledigheid van de prospectusinformatie, de geleden schade en het causale verband niet om, zodat deze in beginsel bij de belegger blijft rusten.³⁸ Ten aanzien van schuld vindt wel een omkering van de bewijslast ten gunste van de belegger plaats.³⁹

2.2.2 *Het gewijzigd ontwerp-Heemskerk (1925), het nader gewijzigd ontwerp-Donner (1927) en de codificatie in het BW (1928)*

Doordat grote vertraging was ontstaan in het wetgevingsproces, duurde het tot 1925 voordat Minister van Justitie Heemskerk een gewijzigd wetsontwerp tot herziening van het naamloze vennootschapsrecht indiende bij de Tweede Kamer. In dit gewijzigde wetsontwerp werd, voor wat betreft de bepalingen inzake het prospectus, gekozen voor een geheel andere aanpak in vergelijking met het ontwerp-Nelissen uit 1910. De bepalingen terzake van het prospectus werden aanzienlijk ingekort. Tevens werden zij uit het wettelijk kader van het WvK gelicht en overgeheveld naar het BW als nieuwe artikelen 1416a-d (oud). In het ontwerp-Nelissen maakten de bepalingen met betrekking tot het prospectus nog deel uit van de wettelijke regeling van de naamloze vennootschap. Door toedoen van het gewijzigd ontwerp worden zij een speciesregeling van de onrechtmatige daad.

Na het gewijzigd ontwerp-Heemskerk is in 1927 een nader gewijzigd ontwerp-Donner ingediend en is de wetgevingsoperatie uiteindelijk in 1928 betrekkelijk voortvarend afgerond met de totstandkoming van de Wet op de naamloze vennootschap en de aansprakelijkheid voor het prospectus⁴⁰, die in werking trad op 1 april 1929. De wettekst van de art. 1416a-d BW (oud), zoals die uiteindelijk is gecodificeerd, wijkt slechts op enkele ondergeschikte punten af van het gewijzigd ontwerp-Heemskerk en het nader gewijzigd ontwerp-Donner, welke onderling ook nauwelijks afwijken.

De art. 1416a-d BW (oud) regelen uitsluitend de aansprakelijkheid voor het prospectus. Definiëring van het prospectusbegrip alsmede inhoudelijke vereisten waaraan het prospectus moet voldoen worden achterwege gelaten. Anders dan het ontwerp-Nelissen, dat in art. 39 nog sprak van aansprakelijkheid voor een

36 Zie par. 2.1.4.

37 Een en ander zoals uitgelegd in par. 2.1.2.

38 Dit is conform de hoofdregel van het huidige art. 150 Rv.

39 Te weten in art. 38d sub 2^e van het ontwerp. In dat geval betreft het een toepassing van de billijkheidscorrectie van het huidige art. 150 Rv.

40 Stb. 1928, 216.

misleidend ‘prospectus’, gaat art. 1416a BW uit van het neutrale begrip ‘gegevens’. Het voordeel van een dergelijke ‘catch-all term’ is, dat het moeilijker wordt de regeling te ontduiken door het gebruik van informatiedocumenten die qua vorm of inhoud buiten het prospectusbegrip vallen.

Art. 1416a BW (oud) keert de bewijslast met betrekking tot schuld om ten gunste van de belegger. De uitgevende instelling en de lead manager krijgen dus de gelegenheid zich te disculperen. De bewijslast van het causaal verband tussen de misleiding en het nemen van de effecten wordt uitdrukkelijk bij de belegger gelegd.⁴¹

Een belangrijke figuur die al deel uitmaakte van het ontwerp-Nelissen uit 1910 en die in de codificatie van 1928 heeft standgehouden, is de hoofdelijke aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen naast de uitgevende instelling zelf. Het concept van mede-aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen van de uitgevende instelling voor het prospectus stond in het toenmalige tijdsgewricht niet principieel ter discussie. Bestuurders en commissarissen kunnen zich disculperen door tijdig ter algemene kennis te brengen dat openbaarmaking buiten hun weten of tegen hun wil heeft plaatsgevonden of door aan te tonen dat hen geen tekortkoming is te wijten. Ook de mede-aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen kan dus worden gekwalificeerd als schuldaansprakelijkheid. De bewijslast terzake berust op de aangesproken bestuurders en commissarissen. Ook hier is sprake van een omkering van de bewijslast ten gunste van de belegger.

Art. 1416a BW (oud) biedt de belegger de keuze tussen het instellen van een vordering tot schadevergoeding en terugbetaling van zijn inleg tegen overdracht van effecten (*restitutio in integrum*). Telt men dit op bij de mogelijkheid om bestuurders en commissarissen persoonlijk aansprakelijk te stellen, dan kan worden geconcludeerd dat de Wet van 1928 in een beleggersvriendelijke regeling voorziet.

Rechtsvorderingen tegen de uitgevende instelling, haar bestuurders en commissarissen en mogelijke andere openbaarmakers vervallen uit hoofde van art. 1416d lid 2 BW (oud) na verloop van zes maanden te rekenen vanaf de dag waarop de onjuiste voorstelling van zaken is gebleken of had kunnen blijken. Daardoor behield de algemene regeling van onrechtmatige daad zelfstandige betekenis naast de bijzondere regeling voor prospectusaansprakelijkheid waarin de Wet van 1928 voorziet. Immers, ook na het verstrijken van de vervaltermijn zou de belegger nog op basis van art. 1401 BW (oud) kunnen ageren. Daarbij is het uitgangspunt, dat de belegger bij het formuleren van de grondslag voor zijn vordering in beginsel de keuze heeft tussen beide regelingen.⁴²

In dit kader is in de literatuur de vraag aan de orde gesteld of de bijzondere regeling van de art. 1416a-d BW van de Wet van 1928 een verbetering van de

41 Art. 1416a BW (oud) kent een vordering toe aan ‘dengeen, die aantoon dat hij dientevolge [curs. jpf] tot het nemen der waarden is bewogen’.

42 Aldus Van de Braak 2003, p. 19-20. Ook Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 105, p. 136, gaat van deze keuzemogelijkheid uit. Dorhout Mees 1978, p. 204-205, acht het echter niet waarschijnlijk dat de belegger deze keuze zou hebben, ‘gezien de rechtspraak van de Hoge Raad in andere gevallen van speciale regelingen’. Aangezien de vervaltermijn geen deel meer uitmaakt van het huidige recht en de bijzondere regeling van de art. 6:193a-j en 6:194-196 BW qua bewijslast aanzienlijk gunstiger is voor de belegger, is de vraag of hij de keuze heeft tussen de algemene regeling van onrechtmatige daad en de bijzondere regeling een academische geworden. De algemene regeling van art. 6:162 BW behoudt nog wel haar betekenis voor het aansprakelijk stellen van niet-openbaarmakers en niet-verrichters van een handelspraktijk. Zie daarover par. 6.7.

positie van de belegger betekent ten opzichte van de algemene regeling van onrechtmatige daad. Verschillende schrijvers uiten hierover hun twijfels. Van der Grinten stelt, dat ‘het gemene recht voldoende mogelijkheden tot bescherming biedt’, zonder in een inhoudelijke vergelijking tussen de algemene en de bijzondere regeling te treden.⁴³ Van de Braak stelt vast dat het doel van de art. 1416a-d BW grotendeels is vervallen door het Lindenbaum/Cohen-arrest van de Hoge Raad uit 1919, als gevolg waarvan het voor de belegger niet langer noodzakelijk is om *opzettelijke* misleiding door de openbaarmaker te bewijzen.⁴⁴ Dorhout Mees acht het ‘zeer de vraag’ of de bijzondere bepalingen van art. 1416a-d BW een verbetering betekenen. Mijns inziens miskennen deze auteurs in de eerste plaats dat de bijzondere regeling van 1928 in twee belangrijke *remedies* voor de belegger voorziet die in de algemene regeling van onrechtmatige daad ontbreken, te weten de vordering tot herstel in de oude toestand (ofwel *restitutio in integrum*) door terugbetaling aan de belegger van zijn inleg tegen teruggave van de effecten alsmede de persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen naast die van de uitgevende instelling. Om deze reden kwalificeerde ik de regeling van 1928 hierboven als beleggersvriendelijk. Voorts wordt door deze auteurs het belang van de omkering van de bewijslast met betrekking tot schuld ten gunste van de belegger miskend.⁴⁵ Deze omkering is een versterking van de positie van de belegger ten opzichte van het algemene bewijsrecht.

2.3 Eerste en tweede Europese consumentenprogramma

Enkele decennia later, in de jaren 1970, werden op Europees niveau diverse regelgevende initiatieven ontplooid. In 1972 bracht het Comité van Ministers van de Raad van Europa een resolutie uit, waarin aanbevelingen werden gedaan aan de lidstaten over wetgeving met betrekking tot misleidend adverteren.⁴⁶ Vervolgens werd door de EEG de aanzet gegeven tot een breed opgezette consumentenbescherming. Sedertdien is het leerstuk van de prospectusaansprakelijkheid door de Nederlandse wetgever in het teken van het consumentenrecht geplaatst. Een beschouwing van het wetshistorisch kader van prospectusaansprakelijkheid brengt dan ook enkele Europese documenten met betrekking tot consumentenbescherming in het vizier.

Bij resolutie van 14 april 1975 keurde de Raad het eerste EEG-programma voor een beleid inzake bescherming en voorlichting van de consument goed.⁴⁷

43 Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 105, p. 136.

44 Van de Braak 2003, p. 20. Voor de achtergrond zie hierboven, par. 2.1.4.

45 Van de Braak 2003, p. 20 relateert het belang van deze omkering door te stellen dat ook toentertijd de rechter de vrijheid had om op redelijkheidsgronden af te wijken van de hoofdregel ‘wie stelt moet bewijzen’, zoals deze thans is neergelegd in art. 150 Rv. Maar daarmee is nog niet gezegd dat de bewijslast (in beginsel) ook daadwerkelijk zal worden omgekeerd. Dorhout Mees 1978, p. 204 ziet het ‘oogmerk anderen te bewegen’ tot het nemen van effecten, zoals bepaald in art. 1416a BW, als een verzwaring van het schuldvereiste. Genoemd ‘oogmerk’ betreft echter slechts het *karakter* van de informatie, te weten gerichtheid op het plaatsen van effecten (eerder door mij aangeduid met de term ‘verkoopbevordering’), en niet het oogmerk om te *misleiden*. Op dit laatste heeft het schuldelement van de onrechtmatige daad betrekking.

46 Council of Europe, Committee of Ministers, Resolution (72)8 of 18 February 1972 on consumer protection against misleading advertising. Deze resolutie bevindt zich als Bijlage 1 achter de MvT bij de hieronder in par. 2.4 te bespreken Wet van 1980, Kamerstukken II 1975-1976, 13 611, nrs. 3 en 4.

47 Resolutie van de Raad van 14 april 1975 betreffende een eerste programma van de Europese Economische Gemeenschap voor een beleid inzake bescherming en voorlichting van de consument (*PbEG* 1975, C 92/1).

Dit programma noemt vijf fundamentele rechten van de consument, te weten (i) het recht op bescherming van de gezondheid en veiligheid; (ii) het recht op bescherming van economische belangen; (iii) het recht op schadevergoeding; (iv) het recht op voorlichting en vorming en (v) het recht op vertegenwoordiging en om te worden gehoord. Geconstateerd wordt dat zaken, zoals misleidend adverteren, die vroeger in vele landen alleen als oneerlijke handelspraktijken tussen producenten werden beschouwd, tegenwoordig ook worden opgevat als een aspect van de betrekkingen tussen producent en consument. Wij zien hier op Europees niveau de bewustwording ontstaan, dat bescherming van de consument tegen misleidende reclame noodzakelijk is. Interessant is ook de constatering, dat misleidend adverteren voorheen kennelijk met name in de sleutel van concurrentievervalsing, en niet zozeer in de sleutel van consumentenbelangen stond.

Met betrekking tot elk van de hierboven genoemde fundamentele consumentenrechten voorziet het eerste programma in enkele concrete doelstellingen en prioriteiten. In het kader van prospectusaansprakelijkheid zijn het sub (ii) genoemde recht op bescherming van economische belangen en het sub (iii) genoemde recht op schadevergoeding het meest relevant. In het programma wordt onder meer voorgesteld de consument te beschermen tegen bedrieglijke of misleidende reclame. Daarbij wordt een eerste suggestie gedaan om de haalbaarheid van het ten gunste van de consument omkeren van de bewijslast met betrekking tot de juistheid van reclamemedelingen te onderzoeken. Tevens wordt voorgesteld de consument te beschermen tegen oneerlijke handelspraktijken, zonder dat dit begrip in het programma wordt omschreven.

Het tweede EEG-programma inzake consumentenbescherming dateert van 19 mei 1981⁴⁸ en bouwt voort op het eerste. Het bevat dezelfde doelstellingen en daarnaast vervolgmaatregelen tot verwezenlijking daarvan. In het tweede programma worden sub 29 enkele richtlijnvoorstellen genoemd die de Commissie inmiddels heeft gelanceerd, waaronder een voorstel voor een richtlijn inzake misleidende en oneerlijke reclame.⁴⁹ Interessant is, dat het tweede programma sub 31 het voornemen van de Commissie vermeldt om ook de behartiging van de belangen van 'specifieke groepen meest kwetsbare consumenten' te bestuderen, teneinde beter aan de speciale behoeften van deze groepen te voldoen. Dit wijst op een begin van differentiatie binnen de categorie 'consumenten'.

2.4 **Wet van 1980 inzake misleidende reclame**

Intussen zat de Nederlandse wetgever niet stil. Op 18 september 1975 werd bij de Tweede Kamer een wetsontwerp houdende regelen omtrent de privaatrechtelijke bescherming tegen misleidende reclame ingediend door de ministers Van Agt (Justitie), Lubbers (Economische Zaken) en Van Doorn (Cultuur, Recreatie en Maatschappelijk Werk).⁵⁰ De aanleiding voor dit wetsontwerp wordt in de Memorie van Toelichting uiteengezet: al geruime tijd bestaan er in brede kring 'gevoelens van onbehagen' met betrekking tot het verschijnsel reclame. Van ver-

48 Resolutie van de Raad van 19 mei 1981 betreffende een tweede programma van de Europese Economische Gemeenschap voor een beleid inzake bescherming en voorlichting van de consument (*PbEG* 1981, C 133/1).

49 *PbEG* 1978, C 70/4.

50 Kamerstukken II 1975-1976, 13 611.

schillende zijden wordt er bij de overheid op aangedrongen om met name ten aanzien van uitingen van misleidende reclame een wettelijke regeling te creëren op grond waarvan doeltreffender kan worden opgetreden.⁵¹ Al in 1971 had de SER geadviseerd een civielrechtelijke regeling van onder meer misleidende reclame in de wet op te nemen. De SER beschouwt misleiding als een van de voornaamste vormen van onordelijk gedrag, dat zowel uit het oogpunt van de ordelijke verhoudingen binnen het bedrijfsleven als uit het oogpunt van de bescherming van de consument dient te worden bestreden.⁵² In het verlengde daarvan wordt misleidende reclame door de indieners van het wetsontwerp beschouwd als een probleem van mededingingsverhoudingen en als een verschijnsel waartegen de consument beschermd moet worden.⁵³

Het doel van de regeling is enerzijds een sneller en doeltreffender wijze van optreden mogelijk te maken tegen vormen van misleidende reclame en anderzijds de daarmee verband houdende civielrechtelijke aansprakelijkheid te regelen. In de parlementaire geschiedenis wordt aandacht besteed aan de vraag of niet (ook) strafrechtelijk tegen misleidende reclame moet worden opgetreden. Het bestaande art. 328bis Sr, dat in zeer algemene termen ‘oneerlijke mededinging’ strafbaar stelt is daarvoor niet geschikt, onder meer in verband met ‘bewijsmoeilijkheden’. In navolging van de SER wordt in de MvT het standpunt ingenomen dat het strafrecht zich slecht leent voor de handhaving van ‘noodzakelijkerwijs zeer algemeen geformuleerde normen betreffende gedragingen in het economisch verkeer’. Strafrechtelijke normen dienen immers scherp getrokken te worden. Daarnaast betekent handhaving van strafrechtelijke normen een extra belasting van het overheidsapparaat. In het civiele recht kan in kort geding een bevel worden verkregen om de misleidende mededelingen terstond te staken of deze te rectificeren. De strafrechtelijke weg neemt aanzienlijk meer tijd in beslag en is daarom minder effectief. Ook leent het strafrecht zich er minder goed dan het civiele recht voor om te bewerkstelligen dat de gelaedeerden schadevergoeding krijgen.⁵⁴ Tijdens de behandeling in de Tweede Kamer wordt door de inmiddels aangetreden minister De Ruiter opgemerkt dat het bij strafrechtelijke sanctionering ondenkbaar is om een omkering van de bewijslast in te voeren (zoals in de civielrechtelijke regeling wel gedaan is met betrekking tot de bestanddelen onrechtmatigheid en schuld).⁵⁵ Tegelijkertijd wordt strafrechtelijke sanctionering van zeer specifieke vormen van misleidende reclame in de MvT en de MvA niet uitgesloten, zoals dat het geval is in de Warenwet en de Handelsnaamwet.⁵⁶ In verband met het bestaan van sanctionerende bepalingen in andere wetten is wel betoogd, dat de Wet van 1980 een ‘aanvullend karakter’ heeft.⁵⁷ Hiermee wordt de betekenis van de regeling, althans voor prospectusaansprakelijkheid, naar mijn mening tekort gedaan. Immers, de art. 1416a-c BW waren bij invoering de enige route voor de belegger om via een *lex specialis*, buiten de bewijstechnisch problematische weg van onrechtmatige daad om, schadevergoeding te krijgen.

51 Kamerstukken II 1975-1976, 13 611, nr. 3, p. 3.

52 Kamerstukken II 1975-1976, 13 611, nr. 3, p. 3-4, met verwijzing naar SER-publicatie 1971, nr. 21 van 15 oktober 1971.

53 Kamerstukken II 1975-1976, 13 611, nr. 3, p. 4.

54 Zie voor dit alles Kamerstukken II 1975-1976, 13 611, nr. 3, p. 6-7.

55 Handelingen S-G II 20 september 1979, p. 65.

56 Kamerstukken II 1975-1976, 13 611, nr. 3, p. 5 en nr. 6, p. 7-8.

57 Kamerstukken II 1975-1976, 13 611, nr. 3, p. 6; nr. 6 p. 7-12 en p. 21. Zie ook Holzhauser 1994, p. 52.

Voor ‘gewone’ handelsreclame buiten het prospectus kan wellicht met meer recht worden gesteld dat de regeling – althans op het niveau van preventie – aanvullend is, niet alleen vanwege het bestaan van sanctionerende bepalingen in andere wetten, maar ook gelet op het bestaande systeem van zelfregulering in de reclamebranche.

Verwant aan de vraag of misleidende reclame al dan niet strafbaar moet worden gesteld is de vraag, of aan de overheid bevoegdheden moeten worden verleend om (reclame)mededelingen inhoudelijk te controleren of daartegen repressief op te treden. Dit wordt door de minister niet opportuun geacht, omdat de overheid daartoe niet geëquipeerd is.⁵⁸

Er is dus bewust gekozen voor civielrechtelijke handhaving, in combinatie met het bestaande systeem van zelfregulering in de reclame, uitgeoefend door onder meer de Reclame Code Commissie. Dient de civielrechtelijke regeling een breder terrein te bestrijken dan alleen dat van de misleidende reclame? De SER had in eerder genoemd advies voorgesteld om een regeling te treffen die het gehele terrein van de ongeoorloofde mededinging zou omvatten. Dit voorstel van de SER wordt door de minister niet overgenomen. In de Nota naar aanleiding van het eindverslag wordt opgemerkt dat op het gebied van de ongeoorloofde mededinging de algemene norm van art. 1401 BW op bevredigende wijze door de jurisprudentie is ingevuld. Het heeft pas zin om bij wet specifieke normen voor een van de door art. 1401 BW bestreken terreinen te geven, indien daardoor meer duidelijkheid en rechtszekerheid wordt verkregen of procedurele voordelen kunnen worden bereikt. De minister acht dit het geval voor misleidende reclame, omdat kan worden voorzien in een concretere norm (i.e. het onrechtmatig verklaren van misleidende mededelingen), een groepsactie en omkering van de bewijslast. Met betrekking tot ongeoorloofde mededinging ziet de minister dergelijke voordelen niet. De door de SER voorgestelde normen bieden naar zijn mening geen groter houvast dan het (toenmalige) art. 1401 BW, zoals dit door de jurisprudentie is uitgewerkt.⁵⁹

Lopende de parlementaire behandeling van het wetsontwerp wordt op Europees niveau in het kader van het streven naar harmonisatie op 1 maart 1978 door de Europese Commissie een voorstel ingediend voor een richtlijn inzake misleidende en oneerlijke reclame.⁶⁰ Onder oneerlijke reclame worden ook andere vormen van onrechtmatige reclame begrepen, zoals afbrekende en aanhakende reclame. De minister heeft de Tweede Kamer ervan weten te overtuigen om de

58 Zie Handelingen S-G II 20 september 1979, p. 65-66, waar minister De Ruiter in dit kader opmerkt: ‘Wij moeten de situatie vermijden, dat uit deze Kamer bij voorbeeld regelmatig vragen aan de Minister van Justitie moeten worden gericht, bij voorbeeld of hij wel de Veluwe Post heeft gelezen, of hij ook niet van mening is, dat een bepaalde advertentie misleidend is en wat hij denkt daartegen te doen.’ Overigens is het opmerkelijk dat de minister, juist waar het prospectussen betreft, op dit punt door de geschiedenis is ingehaald. Sinds 1 juli 2005 oefent immers een (semi-)overheidsorgaan, de AFM, inhoudelijke controle op prospectussen uit.

59 Zie voor dit alles de Nota naar aanleiding van het eindverslag, Kamerstukken II 1978-1979, 13 611, nr. 10, p. 2. Tijdens de behandeling in de Tweede Kamer sprak de minister vermanend: ‘Pretendeer niet het hele terrein van de oneerlijke mededinging uitgewerkt te kunnen codificeren. Immers, wij kunnen ook niet het gehele terrein van het onbehoorlijk menselijk handelen specifiek codificeren.’ (Handelingen S-G II 20 september 1979, p. 64). De discussie over de vraag of een algemene wettelijke regeling inzake ongeoorloofde mededinging noodzakelijk is hield de gemoederen in juridisch Nederland overigens al veel langer bezig. Zie voor een overzicht met vindplaatsen: Verkade 1992, p. 10-12. Uiteindelijk heeft alleen de misleidende (later aangevuld door de vergelijkende) reclame het tot een plaats in het BW gebracht.

60 *PbEG* 1978 C 70/4, welk ontwerp uiteindelijk is uitgemond in Richtlijn 84/450/EEG inzake misleidende reclame (*PbEG* 1984 L 250/17).

Nederlandse wettelijke regeling (vooralsnog) te beperken tot misleidende reclame, deels in afwachting van de totstandkoming van de Europese richtlijn en deels omdat ‘de ergste excessen’ op het gebied van andere oneerlijke reclame lijken te worden afgesneden door het bestaande systeem van zelfregulering.⁶¹ Ook heerst bij hem de opvatting, verwoord in de MvT, dat op basis van art. 1401 BW (oud) in het kader van het mededingingsrecht voldoende tegen andere vormen van onrechtmatige reclame kan worden opgetreden.⁶² In de uiteindelijk totstandgekomen Richtlijn misleidende reclame is het toepassingsgebied alsnog beperkt en worden andere vormen van onrechtmatige reclame evenmin geregeld. In de considerans van de richtlijn wordt opgemerkt dat het harmoniseren van misleidende reclame de eerste prioriteit is en dat in een tweede stadium de oneerlijke en zonodig ook de vergelijkende reclame moet worden geregeld. Wat dit betreft is de Europese wetgever dus min of meer in de pas gaan lopen met de Nederlandse wetgever, die met wetgeving over misleidende reclame niet heeft gewacht op de formele totstandkoming van de Europese richtlijn. Vanuit de Eerste Kamer is opgemerkt dat ‘wat de kern van de zaak betreft het ontwerp op gelukkige wijze vooruitloopt’ op de te verwachten richtlijn.⁶³

De Wet van 1980⁶⁴ voorziet in de invoering van nieuwe art. 1416a-c BW. Deze komen in de plaats van de artikelen 1416a-d BW (oud) inzake prospectusaansprakelijkheid, die destijds zijn ingevoerd bij de Wet van 1928.⁶⁵ Mededelingen in een prospectus worden in Nederland voortaan als ‘reclame’ beschouwd. De gedachte daarachter is, dat prospectusinformatie gericht is op de plaatsing van effecten, en daarmee op de ‘afzet van goederen’ in de zin van de definitie van reclame in art. 2 sub (1) Richtlijn 84/450.⁶⁶ In de MvT bij de Wet van 1980 wordt ten aanzien van de oude wettelijke regeling uit 1928 aangenomen dat ‘in de praktijk aan deze gedetailleerde regeling, waarvan ook niet gezegd kan worden dat zij de rechtszekerheid heeft gediend, geen behoefte bestaat.’⁶⁷ Eenzelfde argumentatie werd ruim tien jaar eerder gevolgd in de Toelichting-Meijers bij het ontwerp van Boek 6 van het nieuwe BW, waaruit de bepalingen waren verwijderd.⁶⁸ Beide toelichtingen verwijzen ter ondersteuning naar (verschillende drukken van) Van der Heijden/Van der Grinten, die enkele beschouwingen aan de art. 1416a-d BW

61 Handelingen S-G II 20 september 1979, p. 64.

62 Kamerstukken II 1975-1976, 13 611, nr. 3, p. 8.

63 Aldus werd, blijkens het Voorlopig Verslag van de Vaste Commissies voor Justitie en voor Economische Zaken, opgemerkt door de CDA-leden van de commissie. Zie Kamerstukken I 1979-1980, 13 611, nr. 12a, p. 1.

64 Wet van 6 juni 1980 houdende regelen omtrent de privaatrechtelijke bescherming tegen misleidende reclame (Stb. 1980, 304), inwerkingtreding 14 juli 1980.

65 Voor een inhoudelijke bespreking van deze bepalingen, zie par. 2.2.

66 Kamerstukken II 1978-1979, 13 611, nr. 6, p. 23. Overigens is het taalgebruik op dit punt niet consistent, waar elders in de parlementaire geschiedenis in het kader van het prospectus – ten onrechte – gesproken wordt van (aanbieding van) ‘financiële diensten’. Zie Kamerstukken II 1975-1976, 13 611, nr. 3, p. 9 en Kamerstukken I 1979-1980, 13 611, nr. 12a, p. 2. Effecten zijn geen financiële diensten.

67 Kamerstukken II 1975-1976, 13 611, nr. 3, p. 9.

68 Kamerstukken II 1963-1964, 7729. De Toelichting-Meijers (na diens overlijden in 1954 voltooid door het zo genoemde ‘driemanschap’ en in zijn geheel overgenomen als MvT bij het in 1964 bij de Tweede Kamer ingediende regeringsontwerp van Boek 6) luidt op dit punt: ‘De artikelen 1416a-d betreffende de misleidende prospectus zijn vervallen, omdat in de praktijk geen behoefte blijkt te bestaan aan bepalingen die op dit punt afwijken van de algemene regel van de onrechtmatige daad en omdat de genoemde artikelen de rechtszekerheid niet hebben gediend.’ Zie Parlementaire Geschiedenis Boek 6 BW, p. 607.

(oud) hebben gewijd.⁶⁹ Desondanks is de constatering op zijn plaats, dat de pen-nenstreek waarmee deze bepalingen uit de wet zijn verwijderd wel zeer karig is gemotiveerd. Met name het vervallen van de twee belangrijkste *remedies* voor de belegger waarin de oude bepalingen uit 1928 voorzien, te weten de vordering tot herstel in de oude toestand (ofwel *restitutio in integrum*) door terugbetaling aan de belegger van zijn inleg tegen teruggave van de effecten alsmede de persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen van de uitgevende instelling, is van een dermate principiële aard, dat een meer uitgebreide motivering op zijn plaats was geweest. Daarnaast wordt in de Toelichting-Meijers te gemakkelijk voorbij gegaan aan het feit dat de belegger in de praktijk wel dege-lijk behoefte heeft aan omkering van de bewijslast met betrekking tot onrechtma-tigheid en schuld, en daarmee aan een regeling die afwijkt van de algemene rege-ling van onrechtmatige daad.

Met het vervallen van de oude bepalingen over prospectusaansprakelijkheid bij inwerkingtreding van de Wet inzake misleidende reclame van 1980 is in feite ten aanzien van eerstgenoemd onderwerp de bijzondere stap gezet van een *lex specialis* die opgaat in een meer algemene regeling. De huidige art. 6:194-196 BW komen tot op grote hoogte overeen met de art. 1416a-c BW van de Wet van 1980. Een meer diepgaande inhoudelijke analyse zal dan ook plaatsvinden in deel II van deze studie, waarin de delictuele prospectusaansprakelijkheid naar geldend Nederlands recht wordt besproken.

2.5 Richtlijn 84/450 inzake misleidende reclame

De Richtlijn misleidende reclame⁷⁰ werd ruim vier jaar na de Wet van 1980 uit-gevaardigd. Blijkens de slotoverweging van de considerans en art. 7 van de Richtlijn is het de lidstaten toegestaan om voorschriften te handhaven of aan te nemen die strekken tot een verdergaande bescherming van consumenten, concu-renten en het publiek in het algemeen. De richtlijn gaat dus uit van minimum harmonisatie en verplicht de lidstaten in art. 8 om uiterlijk op 1 oktober 1986 hun nationale recht aan de vereisten van de richtlijn aan te passen. De richtlijn heeft in Nederland niet tot wetwijziging geleid, aangezien de Wet van 1980 inhoude-lijk op de richtlijn heeft geanticipeerd.⁷¹ De richtlijn was in feite al op voorhand geïmplementeerd en bevat dan ook ten opzichte van de Wet van 1980 in essentie weinig nieuws onder de zon.

De Wet van 1980 gaat op een tweetal belangrijke punten verder dan de richt-lijn. Beide punten betreffen omkering van de bewijslast. Terwijl Richtlijn 84/450 ten aanzien van de bewijslast met betrekking tot de materiële juistheid van feite-

69 Zo stelt Van der Heijden/Van der Grinten 1992, p. 135, dat het uitbrengen van een prospectus 'met reclame ge-paard kan gaan' en dat wanneer het prospectus misleidend is 'de reclame voor de bij het prospectus aangeboden vermogenswaarden als misleidende reclame [kan] worden beschouwd'. Het valt op dat het prospectus zelf in deze benadering kennelijk niet als een reclame-uiting wordt gezien. Volgens de auteurs is het niet te betreuren dat de specifieke wettelijke prospectusbepalingen zijn vervallen, aangezien 'het gemene recht voldoende moge-lijkheden tot bescherming [biedt]'.

70 Richtlijn 84/450/EEG van de Raad van 10 september 1984 betreffende het nader tot elkaar brengen van de wet-telijke en bestuursrechtelijke bepalingen der Lidstaten inzake misleidende reclame (*PbEG* 1984 L 250/17).

71 Dit proces nam een aanvang op 1 maart 1978, toen de Europese Commissie haar voorstel voor de richtlijn in-diende, gepubliceerd in *PbEG* 1978 C 70/4. De parlementaire behandeling van het wetsontwerp dat heeft geleid tot de Wet van 1980 was toen (al enkele jaren) in volle gang.

lijke gegevens slechts bepaalt dat de rechter de *bevoegdheid* heeft deze om te keren ten gunste van de belegger, heeft de Nederlandse wetgever deze omkering als *hoofddregel* in de wet opgenomen.⁷² Dit laatste geldt ook voor de bewijslast ten aanzien van schuld, die door de Nederlandse wetgever is gelegd bij degene die inhoud en inkleding van de mededeling geheel of ten dele heeft bepaald of doen bepalen.⁷³ Zulks in afwijking van de richtlijn, die op dit punt niet in enige omkering van bewijslast voorziet.

Op andere inhoudelijke aspecten van de richtlijn zal worden teruggegrepen bij de behandeling van het geldende recht in deel II.

2.6 Richtlijn 97/55 inzake vergelijkende reclame

In de considerans sub 6 van de Richtlijn misleidende reclame is overwogen dat na de harmonisatie van de nationale bepalingen inzake misleidende reclame in een tweede stadium, op basis van passende voorstellen van de Europese Commissie, de oneerlijke en zonodig de vergelijkende reclame moet worden geregeld. Op 28 mei 1991 heeft de Europese Commissie hieraan gevolg gegeven door een voorstel voor een Richtlijn inzake vergelijkende reclame in te dienen, die tot wijziging strekt van de Richtlijn misleidende reclame.⁷⁴ Het initiatief van de Europese Commissie tot het indienen van deze concept richtlijn is voor een belangrijk deel ingegeven door het recht op voorlichting van de consument. Dit recht wordt in het eerste en tweede Europese consumentenprogramma⁷⁵ tot de fundamentele rechten van de consument gerekend. Vergelijkende reclame waarin wezenlijke, relevante, controleerbare en representatieve kenmerken worden vergeleken en die niet misleidend is, wordt als een gewettigd middel gezien om consumenten voor te lichten, zoals de Richtlijn vergelijkende reclame in de considerans sub 5 overweegt. Het voorstel heeft geresulteerd in Richtlijn 97/55 inzake vergelijkende reclame.⁷⁶

De richtlijn stelt voorwaarden waaronder vergelijkende reclame geoorloofd is. De Europese wetgever is kennelijk van mening dat deze voorwaarden in alle lidstaten gelijk dienen te zijn, want de richtlijn gaat in de considerans sub 18 en in artikel 7 lid 2 uit van maximum harmonisatie (anders dan de Richtlijn misleidende reclame, die uitgaat van minimum harmonisatie). Lidstaten mogen derhalve aan vergelijkende reclame geen strengere of minder strenge voorwaarden stellen dan de richtlijn.⁷⁷

Op nationaal niveau werd al in de Wet van 1980 *misleidende* vergelijkende reclame onrechtmatig verklaard.⁷⁸ Voor het overige werden de grenzen van toelaatbare vergelijkende reclame aanvankelijk getrokken door de rechtspraak. Deze maakte een onderscheid in individuele vergelijking (waarbij een concurrent of diens product of dienst *herkenbaar* wordt voorgesteld) en systeemvergelijking

72 Art. 1416b lid 1 BW (oud), het huidige art. 6:195 lid 1 BW.

73 Art. 1416b lid 2 BW (oud), het huidige art. 6:195 lid 2 BW.

74 Gepubliceerd in *PbEG* 1991 C 180/14.

75 Zie par. 2.3.

76 Richtlijn 97/55/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 oktober 1997 tot wijziging van Richtlijn 84/450/EEG inzake misleidende reclame ten einde ook vergelijkende reclame te regelen (*PbEG* 1997 L 290/18).

77 In die zin Verkade 2016, p. 10.

78 Art. 1416a sub j BW.

(waarbij veelal wordt vergeleken met het totale concurrerende aanbod, zonder dat namen van concurrenten expliciet worden vermeld). Systeemvergelijking werd door de rechtspraak rechtmatig geacht, individuele vergelijking gold onder voorwaarden in beginsel als rechtmatig.⁷⁹

2.7 Wet van 2002 inzake vergelijkende reclame

De Richtlijn vergelijkende reclame verplicht tot implementatie in de nationale wetgeving van de lidstaten uiterlijk 30 maanden na bekendmaking in het PbEG, welke termijn verstreek op 23 april 2000. In Nederland heeft implementatie van de richtlijn te laat plaatsgevonden, te weten bij wet van 28 maart 2002, die op 12 april 2002 in werking is getreden.⁸⁰ In de tussentijdse periode mag van richtlijnconforme interpretatie worden uitgegaan.⁸¹ Overigens stelt de Memorie van Toelichting dat deze late inwerkingtreding geen materiële gevolgen heeft, aangezien de stand van het nationale recht in Nederland voorheen niet fundamenteel afweek van hetgeen de richtlijn voorschrijft.⁸²

De Wet van 2002 heeft voornamelijk de invoering van een nieuw art. 6:194a BW bewerkstelligd, waarin de definitie en de voorwaarden waaronder vergelijkende reclame geoorloofd is, zoals uiteengezet in richtlijn 97/55, vrijwel één-op-één zijn overgenomen. In verband met de door de richtlijn beoogde maximum harmonisatie had de wetgever deze keer ook geen ruimte om af te wijken.

De regeling van vergelijkende reclame zou in potentie enige relevantie voor prospectusaansprakelijkheid kunnen hebben, omdat het soms onontkoombaar is om in een prospectus – bijvoorbeeld in het kader van het vereiste marktoverzicht – de namen van concurrenten of concurrerende producten of diensten te vermelden. De vraag doet zich dan voor of dergelijke mededelingen als vergelijkende reclame gelden en waar de grenzen van toelaatbaarheid liggen. Uit de kapitaalmarktpraktijk zijn mij geen gevallen bekend waarin beleggers, uitgevende instellingen of andere marktpartijen een beroep hebben gedaan op de regeling van vergelijkende reclame. Verdere behandeling van dit onderwerp wordt daarom achterwege gelaten.

2.8 Richtlijn 2005/29 inzake oneerlijke handelspraktijken

Zoals hierboven in par. 2.5 werd vermeld, is misleidende reclame op Europees niveau onderworpen aan minimum harmonisatie. Lidstaten hebben het recht om strengere eisen te stellen dan Richtlijn 84/450 inzake misleidende reclame. Daarom liepen na omzetting van die richtlijn de nationale bepalingen dienaangaande nog steeds sterk uiteen. Alleen vergelijkende reclame kende (vrijwel) volledig

79 Zie voor dit alles en voor een overzicht van rechtspraak: Verkade 1992, hoofdstuk 4 en Holzhauser 1994, hoofdstuk 8.

80 Wet van 28 maart 2002 tot aanpassing van Boek 6 van het Burgerlijk Wetboek aan richtlijn (EG) nr. 97/55 van het Europees Parlement en de Raad van 6 oktober 1997 tot wijziging van de richtlijn nr. 84/450/EEG inzake misleidende reclame teneinde ook vergelijkende reclame te regelen (Stb. 2002, 187), inwerkingtreding 12 april 2002.

81 Tekst & Commentaar Burgerlijk Wetboek, art. 6:194a BW, aant. 1 (G.H. Lankhorst).

82 Kamerstukken II 2000-2001, 27 619, nr. 3, p. 10.

geharmoniseerde regelgeving, omdat Richtlijn 97/55 dat voorschrijft. Buiten het gebied van reclame was nog geen sprake van enige harmonisatie van regelgeving van de lidstaten betreffende andere handelspraktijken.

Deze verschillen in regelgeving vormden een barrière voor het vrije verkeer van goederen binnen de interne markt en een kostenverhogende factor voor ondernemers. Op communautair niveau ontstond dan ook een streven aan deze situatie een einde te maken door de regels betreffende oneerlijke handelspraktijken van de lidstaten maximaal te harmoniseren. Hieraan is vorm gegeven door het uitvaardigen van Richtlijn 2005/29 inzake oneerlijke handelspraktijken op 11 mei 2005.⁸³ Blijkens art. 1 heeft deze richtlijn als doel om bij te dragen aan de goede werking van de interne markt en om een hoog niveau van consumentenbescherming tot stand te brengen door de regelgeving van de lidstaten inzake oneerlijke handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten ('business-to-consumer' of B2C) te harmoniseren. Het harmoniseringsstreven strekt zich dus niet uit tot handelspraktijken tussen handelaren onderling ('business-to-business' of B2B) of tussen consumenten onderling ('consumer-to-consumer' of C2C).

Uit de considerans sub 14 en 15 en art. 3 lid 5 van de Richtlijn OHP volgt, dat gestreefd wordt naar maximum harmonisatie. Wel kunnen de lidstaten gedurende een overgangperiode van zes jaar, te rekenen vanaf 12 juni 2007, nationale bepalingen blijven toepassen die strenger zijn dan de richtlijn en die uitvoering geven aan andere richtlijnen die slechts minimum harmonisatie voorschrijven (art. 3 lid 5). Daarnaast zijn enkele specifieke onderwerpen buiten de maximum harmonisatie gehouden, waaronder financiële diensten (art. 3 lid 9).

2.9 Richtlijn 2006/114 inzake misleidende en vergelijkende reclame

Richtlijn 84/450 inzake misleidende reclame heeft tot tweemaal toe substantiële wijziging ondergaan, eerst door uitvaardiging van Richtlijn 97/55 inzake vergelijkende reclame en vervolgens door Richtlijn 2005/29 inzake oneerlijke handelspraktijken. Teneinde de overzichtelijkheid te bevorderen, is de actuele versie inclusief alle wijzigingen integraal geconsolideerd in een nieuwe Richtlijn 2006/114 inzake misleidende en vergelijkende reclame.⁸⁴ Deze Consolidatierichtlijn MVR is op 12 december 2007 in werking getreden in plaats van Richtlijn 84/450, die ingetrokken werd. De respectieve data waarop de lidstaten verplicht waren de oude Richtlijnen 84/450 inzake misleidende reclame, 97/55 inzake vergelijkende reclame en 2005/29 inzake oneerlijke handelspraktijken om te zetten in nationaal recht, zoals deze nog eens worden vermeld in Bijlage I deel B bij de Consolidatierichtlijn MVR, blijven onverminderd van kracht.

83 Richtlijn 2005/29/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 mei 2005 betreffende oneerlijke handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten op de interne markt en tot wijziging van de Richtlijnen 84/450/EEG, 97/7/EG, 98/27/EG en 2002/65/EG en van Verordening (EG) nr. 2006/2004 (*PbEU* 2005, L 149/22).

84 Richtlijn 2006/114/EG van het Europees Parlement en de Raad van 12 december 2006 inzake misleidende en vergelijkende reclame (*PbEU* 2006, L 376/21).

De Consolidatierichtlijn MVR beoogt geen inhoudelijke wijzigingen aan te brengen in de eerder genoemde drie richtlijnen. Wel zijn in het kader van consolidatie van de verschillende bepalingen redactionele wijzigingen aangebracht en is de nummering van de artikelen aangepast. In het kader van het historisch overzicht van dit hoofdstuk is telkens verwezen naar tekst en nummering van de oude Richtlijnen 84/450 en 97/55, teneinde de chronologie waarmee het Europese recht inzake misleidende reclame, vergelijkende reclame en oneerlijke handelspraktijken zich in de loop der jaren heeft opgebouwd niet te verstoren. In de volgende hoofdstukken zal dit ter wille van de consistentie zoveel mogelijk worden gecontinueerd, tenzij anders aangegeven.

2.10 Wet van 2008 inzake oneerlijke handelspraktijken

Evenals Richtlijn 97/55 inzake vergelijkende reclame, is ook de Richtlijn OHP in Nederland te laat geïmplementeerd. Implementatie had op grond van art. 19 van de richtlijn moeten plaatsvinden op 12 juni 2007, maar is uiteindelijk pas gerealiseerd bij Wet van 25 september 2008, welke in werking is getreden op 15 oktober 2008.⁸⁵ In de tussenvallende periode is de rechter verplicht de nationale wet richtlijnconform te interpreteren.⁸⁶

Implementatie van de richtlijn resulteert in Nederland in een betere bescherming van de consument dan voorheen, onder meer door de brede strekking van het begrip ‘handelspraktijk’ en de invoering van een ‘zwarte lijst’ van handelspraktijken die onder alle omstandigheden als oneerlijk worden beschouwd. Daarom is door de Nederlandse wetgever niet van het overgangsregime van art. 3 lid 5 Richtlijn OHP gebruik gemaakt. Dit regime dient er uitsluitend toe om een voorheen op bepaalde punten mogelijk hoger niveau van consumentenbescherming af te bouwen tot het niveau van de Richtlijn OHP.⁸⁷

De Wet OHP van 2008 heeft een nieuwe afdeling 6.3.3A BV ingevoerd inzake oneerlijke handelspraktijken, die de art. 6:193a-j BW omvat. De Nederlandse wetgever heeft daarmee het *verbod* dat art. 5 lid 1 Richtlijn OHP stelt op oneerlijke handelspraktijken vertaald in termen van *onrechtmatige daad*. Gelet op het feit dat ook de Wet MVR als species van de onrechtmatige daad is gecodificeerd en op de mogelijkheid van het vorderen van schadevergoeding die daarmee wordt geopend, is deze keuze begrijpelijk.

In navolging van de Richtlijn OHP, die verplicht tot maximum harmonisatie, is de nieuwe afdeling 6.3.3A uitsluitend van toepassing op handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten (B2C).⁸⁸ Misleidende verkoopmededelingen van de ene aan de andere (bedrijfsmatig optredende) handelaar (B2B) blijven vallen onder art. 6:194 BW, waarvan het toepassingsgebied daartoe is beperkt. Aldus is in de wetgeving na inwerkingtreding van de Wet OHP sprake van een

85 Wet van 25 september 2008 tot aanpassing van de Boeken 3 en 6 van het Burgerlijk Wetboek en andere wetten aan de richtlijn betreffende oneerlijke handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten op de interne markt (Stb. 2008, 397), inwerkingtreding 15 oktober 2008.

86 Zie Tekst & Commentaar Burgerlijk Wetboek, afdeling 6.3.3A BW, inleidende opmerkingen, aant. 1 (G.H. Lankhorst) met verwijzing naar jurisprudentie van het HvJEG.

87 Zie Kamerstukken II 2006-2007, 30 928, nr. 8, p. 6.

88 Verkade 2016, p. 13 merkt op dat de Nederlandse wetgever, op een aantal redactionele verschillen na, ook overigens de richtlijn ‘getrouw heeft gevolgd’.

tweesprong: de consument-belegger kan uitsluitend ageren op basis van art. 6:193a BW e.v., terwijl de bedrijfsmatig handelende belegger aangewezen blijft op art. 6:194 BW e.v.

De Wet OHP zal uitvoerig aan de orde komen in deel II. Teneinde doublures te voorkomen, wordt in deze historische paragraaf niet ingegaan op inhoudelijke aspecten.

2.11 Implementatiewet richtlijn consumentenrechten 2014

De Implementatiewet richtlijn consumentenrechten trad in werking op 13 juni 2014⁸⁹ en implementeert de Richtlijn consumentenrechten.⁹⁰ In Nederland maakten met deze implementatie twee *remedies* van contractuele aard hun entree. Een nieuw art. 6:230x BW geeft de consument een ontbindingsrecht voor transacties in financiële producten, waaronder effecten.⁹¹ Art. 6:193j lid 3 BW (dat niet op de richtlijn stoelt, maar bij de implementatie is ‘meegenomen’) kent de consument(-belegger) een vernietigingsrecht toe wanneer hij als gevolg van een oneerlijke handelspraktijk een overeenkomst is aangegaan. Met dit laatste worden aan het onrechtmatig handelen van de uitgevende instelling en/of de lead manager langs een wettelijke route gevolgen in de contractuele sfeer verbonden.

2.12 Prospectusrichtlijn 2003/71

In par. 2.3 t/m 2.11 is een overzicht gegeven van de wijze waarop de Nederlandse en Europese regelgeving inzake misleidende en vergelijkende reclame, oneerlijke handelspraktijken en consumentenrechten zich in de loop der jaren heeft ontwikkeld. Langs een ander spoor is vanaf de jaren 1980 sprake geweest van een serie opeenvolgende Europese richtlijnen en implementatiewetten inzake de inhoud en publicatie van het prospectus en het toezicht daarop van aanvankelijk beurs- en later overheidswege. Het betreft in hoofdzaak Richtlijn 80/390/EEG inzake het prospectus voor officiële notering⁹², Richtlijn 89/298/EEG inzake het prospectus voor openbare aanbidding⁹³ en Richtlijn 2001/34/EG inzake notering en doorlopende verplichtingen.⁹⁴ De eerstgenoemde twee richtlijnen zijn inmiddels geheel ingetrokken, de laatste voor het belangrijkste deel. De materie wordt

89 Stb. 2014, 140.

90 Richtlijn 2011/83 van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie betreffende consumentenrechten (*PbEU* L 304/64).

91 Art. 6:230x lid 4 BW zondert transacties in financiële producten van het ontbindingsrecht uit, wanneer de waarde van deze producten afhankelijk is van ontwikkelingen op financiële of andere markten.

92 Richtlijn 80/390/EEG van de Raad van 17 maart 1980 tot coördinatie van de eisen gesteld aan de opstelling van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus dat gepubliceerd moet worden voor de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs (*PbEG* 1980 L 100/1).

93 Richtlijn 89/298/EEG van de Raad van 17 april 1989 tot coördinatie van de eisen gesteld aan de opstelling van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus dat moet worden gepubliceerd bij een openbare aanbidding van effecten (*PbEG* 1989 L 124/8).

94 Richtlijn 2001/34/EG betreffende de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs en de informatie die over deze effecten moet worden gepubliceerd (*PbEG* 2001 L 184/1).

thans beheerst door Prospectusrichtlijn 2003/71/EG⁹⁵, die in werking is getreden op 31 december 2003. Op 1 juli 2005 is de Prospectusrichtlijn in de Nederlandse wetgeving geïmplementeerd, aanvankelijk in de toen nog van kracht zijnde Wet toezicht effectenverkeer 1995 en vervolgens, per 1 januari 2007, in hoofdstuk 5.1 van de Wet op het financieel toezicht.

Ondanks het geringe harmoniserende effect van de Prospectusrichtlijn op de prospectusaansprakelijkheid, is de richtlijn toch op een aantal manieren van belang voor het leerstuk. Dit hangt vooral samen met de mogelijkheid van doorwerking van Europese richtlijnen op nationaal niveau, welke later aan de orde zal komen.

2.13 **Terugblik: van vennootschapsrecht naar (Europees) consumentenrecht en effectenrecht**

Een eerste specifieke regeling op het gebied van prospectusaansprakelijkheid is vervat in de Wet van 1928. Deze wet kent een totstandkomingsgeschiedenis van enkele tientallen jaren, waarin prospectusaansprakelijkheid aanvankelijk als onderdeel van het vennootschapsrecht leek te worden gezien. Uiteindelijk werd het leerstuk bij de codificatie in 1928 als speciesregeling ondergebracht bij de onrechtmatige daad. Op een aantal punten werpt de Wet van 1928 zijn schaduw vooruit naar het heden. Daarentegen zijn twee belangrijke *remedies* van de belegger, te weten de vordering tot herstel in de oude toestand (*restitutio in integrum*) en de mogelijkheid van persoonlijke aansprakelijkstelling van bestuurders en commissarissen van de uitgevende instelling, in 1980 gesneuveld.

In de jaren 1970 werd op Europees niveau de aanzet gegeven tot een breed opgezette consumentenbescherming. Er werden fundamentele rechten van de consument geformuleerd, waaronder het recht op bescherming van economische belangen en het recht op schadevergoeding. Met name deze beide rechten zijn van belang voor de particuliere belegger, die de consument op de financiële markt is. Onderdeel van het Europese systeem van consumentenbescherming vormen Richtlijn 84/450 inzake misleidende reclame en Richtlijn 97/55 inzake vergelijkende reclame (later geconsolideerd in Richtlijn 2006/114 inzake misleidende en vergelijkende reclame). In het Nederlandse systeem zijn deze beide richtlijnen in het kader van dit boek relevant, omdat mededelingen in een prospectus hier te lande als ‘reclame’ worden beschouwd. De achterliggende gedachte is, dat prospectusinformatie gericht is op de plaatsing van effecten, en daarmee op de ‘afzet van goederen’ in de zin van de definitie van reclame in art. 2 sub (1) Richtlijn 84/450.

Richtlijn 84/450 inzake misleidende reclame is in Nederland al in 1980 anticiperend geïmplementeerd. Deze Wet van 1980 voorziet in nieuwe art. 1416a-c BW, die de voormalige speciesregeling van prospectusaansprakelijkheid van de

95 Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (*PbEG* 2003, L 345/64). De Prospectusrichtlijn is eind 2010 door middel van twee wijzigingsrichtlijnen herzien (Richtlijn 2010/73/EU (*PbEU* 2010, L 327/1) en Richtlijn 2010/78/EU (*PbEU* 2010, L 331/120). Deze zijn per 1 juli 2012 in de Nederlandse wet geïmplementeerd.

art. 1416a-d BW (oud) van de Wet van 1928 vervangen. De Wet van 1980 gaat verder dan de richtlijn op het punt van omkering van de bewijslast.

Richtlijn 97/55 inzake vergelijkende reclame zou voor bepaalde onderdelen van het prospectus, waarin de namen van concurrenten of concurrerende producten of diensten worden vermeld, relevant kunnen zijn, maar is bij mijn weten in de context van het emissieprospectus tot dusverre niet ingeroepen. Deze richtlijn is in 2002 in de Nederlandse wetgeving geïmplementeerd.

Het uitbrengen van een prospectus aan particuliere beleggers in het kader van een aanbieding van effecten kwalificeert als 'handelspraktijk' in de zin van Richtlijn 2005/29 inzake oneerlijke handelspraktijken. Deze is in 2008 in Nederland geïmplementeerd. Sindsdien worden handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten (en dus ook jegens particuliere beleggers) geregeld door een nieuwe afdeling 6.3.3A BW (art. 6:193a-j BW). Misleidende mededelingen van de ene aan de andere handelaar blijven binnen het toepassingsgebied van art. 6:194 BW vallen.

Bij implementatie in 2014 van de Richtlijn consumentenrechten kwamen de belegger twee nieuwe *remedies* van contractuele aard ter beschikking te staan in de vorm van het ontbindingsrecht van art. 6:230x BW (niet van toepassing op beurstransacties) en het (niet door de richtlijn voorgeschreven) vernietigingsrecht van art. 6:193j lid 3 BW.

Sinds 2005, toen Prospectusrichtlijn 2003/71 werd geïmplementeerd, worden het emissieproces en de inhoud van het prospectus uitvoerig geregeld in het effectenrecht. Sinds 1 januari 2007 zijn deze regels te vinden in hoofdstuk 5.1 van de Wet op het financieel toezicht. Aangezien het wenselijk is dat publiekrecht en privaatrecht zoveel mogelijk onderling op elkaar zijn afgestemd, kan de vraag worden gesteld in hoeverre de publiekrechtelijke regels van de Prospectusrichtlijn doorwerken in de civielrechtelijke regels die de aansprakelijkheid voor de inhoud van het prospectus beheersen.

3.1 Inleiding

Het doel van dit hoofdstuk is om het leerstuk van prospectusaansprakelijkheid te plaatsen in het kader van een kapitaalmarkttransactie. Een dergelijke transactie vormt immers het praktijkkader. Het prospectus vindt zijn oorsprong in de transactie en is daarvan een van de meest belangrijke, zo niet het belangrijkste schriftelijke product. Mogelijk misleidende mededelingen in het prospectus vloeien doorgaans voort uit handelingen of nalatigheden die zich in de loop van het transactieproces voordoen. Daarbij kan het gaan om het verrichten van onvoldoende onderzoek naar de uitgevende instelling, het al dan niet bewust achterhouden van informatie door functionarissen van de uitgevende instelling of onoplettendheid aan de kant van de opstellers van het prospectus bij het verwerken van informatie.

In par. 3.2 zal als prototype van een kapitaalmarkttransactie een beursintrodactie, gepaard gaande met een emissie van nieuwe aandelen en een herplaatsing van bestaande aandelen, worden beschreven. Bij een beursintrodactie worden doorgaans voor de eerste maal aandelen in de uitgevende instelling aan het publiek aangeboden, reden waarom ook vaak de Engelse term *initial public offering* of kortweg *ipo* wordt gebruikt. Strict genomen is deze term niet equivalent aan de Nederlandse term ‘beursgang’ of ‘beursintrodactie’, omdat het bij een *ipo* ook kan gaan om een aanbieding van aandelen¹ aan het publiek zonder dat sprake is van toelating tot de handel op een effectenbeurs of ander handelsplatform. Wanneer wordt aangeboden aan een brede kring van beleggers is dit echter uitzonderlijk en zal de aanbieding doorgaans gepaard gaan met een beursnotering, dit met het oog op verhandelbaarheid van de aandelen.

Het streven is niet om alle facetten van het transactieproces in even grote mate van detail uiteen te zetten.² In par. 3.2 zullen de motieven voor een beursintrodactie op hoofdlijnen worden beschreven, gevolgd door een beschrijving van

1 Er zijn ondernemingen die geen aandelen, maar uitsluitend obligaties aan het publiek hebben aangeboden en daarvoor een beursnotering hebben verkregen. In dat geval wordt doorgaans niet gesproken van een beursintrodactie of *ipo* en wordt de onderneming doorgaans niet als ‘beursgenoteerd’ beschouwd.

2 Voor beschrijvingen die weer andere accenten leggen wordt onder de huidige regelgeving verwezen naar Demper & Schoonwille 2010 en onder vroegere regelgeving (i.e. vóór implementatie van de Prospectusrichtlijn per 1 juli 2005) naar De Rooy 2003. Voor kortere beschrijvingen van (delen van) het proces van beursintrodactie onder de huidige regelgeving wordt verwezen naar De Brauw & Raaijmakers 2009 en onder vroegere regelgeving naar Kleyn 1999 en Krol 1999.

het transactieproces. Bijzondere aandacht wordt besteed aan de projectorganisatie, teneinde duidelijk te maken welke personen en partijen op onderdelen betrokken zijn. Daarmee wordt een basis gecreëerd om in latere hoofdstukken de mogelijke aansprakelijkheid van deze personen en partijen voor een misleidend prospectus te behandelen.³ In par. 3.3 wordt bezien in hoeverre het verloop van het transactieproces van invloed kan zijn op mogelijke aansprakelijkheid naderhand voor misleidende mededelingen in het prospectus.

3.2 Een beursintroductie in de praktijk

3.2.1 *Motieven*

Op het eerste gezicht lijkt een beursintroductie voor de meest betrokken partijen uitsluitend voordelen te hebben. De uitgevende instelling krijgt door de beursintroductie toegang tot de openbare kapitaalmarkt.⁴

De beursintroductie heeft een positief effect op de naamsbekendheid en de uitstraling van de uitgevende instelling. Dit geldt in de eerste plaats in de richting van klanten.⁵ Het argument van uitstraling en naamsbekendheid zal extra zwaar wegen indien de uitgevende instelling in hoge mate afhankelijk is van het aantrekken van gekwalificeerd personeel, zoals het geval is in de detacheringsbranche. Het werken voor een beursgenoteerde onderneming wordt door werknemers in het algemeen als aantrekkelijk beschouwd. Dit effect wordt nog versterkt door het feit dat de uitgevende instelling als gevolg van de beursintroductie de beschikking krijgt over een extra beloningsmechanisme, te weten het instellen van een aandelen- of optieplan. Een beloning in de vorm van beursgenoteerde aandelen is voor werknemers aantrekkelijk met het oog op de verhandelbaarheid daarvan. Tevens is het voor hen een extra *incentive* om mee te werken aan optimalisering van de resultaten van de uitgevende instelling en daarmee van de koers van het aandeel.

Een positief neveneffect van de beursintroductie is, dat de uitgevende instelling wordt onderworpen aan ‘de tucht van de markt’. Om aan tal van informatieverplichtingen te voldoen dienen haar interne informatiesystemen op orde te zijn. Haar (financiële) prestaties komen tot uitdrukking in de beurskoers en zullen worden vergeleken met die van haar (beursgenoteerde) *peers*. Daarom is het van belang dat interne processen efficiënt verlopen en de kosten worden beheerst. Wanneer in het prospectus een bepaald dividendbeleid wordt voorgespiegeld, heeft de uitgevende instelling er belang bij dit na te leven. Dit alles komt het gehele prestatieniveau van de uitgevende instelling ten goede.

3 Deze behandeling is met name geconcentreerd in de hoofdstukken 13 en 14.

4 Met name in tijden na de financiële crisis van 2008-2011, waarin het relatief moeilijk is om vreemd vermogen van banken aan te trekken, zou dit een belangrijk argument pro moeten zijn. Desondanks bleef het aantal beursintroducties in Nederland in de periode 2008-2014 gering. Vanaf 2014 is er weer sprake van een stijgende lijn, culminerend in de beursintroductie van ABN AMRO Group NV in november 2015 en het uitstekende beursjaar 2016 met ipo's van (o.m.) ASR, Basic Fit en Takeaway.com.

5 Zo vermeldt het prospectus d.d. 13 november 2006 inzake de ipo en notering op (het voormalige) Alternext Amsterdam van The Member Company (TMC) NV op p. 22 onder ‘Reasons for the offering and use of proceeds’: ‘Also admission to Alternext Amsterdam will contribute to the Company’s appearance in the market towards potential customers (...).’

Vaak worden in het kader van een beursintroductie niet alleen nieuwe aandelen uitgegeven door de uitgevende instelling, maar worden de zittende aandeelhouders tevens in de gelegenheid gesteld een deel van hun kapitaalbelang in de uitgevende instelling te verzilveren. In dat geval hebben ook de zittende aandeelhouders persoonlijk baat bij de beursintroductie. Overigens zullen de zittende aandeelhouders doorgaans slechts een relatief klein deel van hun kapitaalbelang afstoten, teneinde de indruk te vermijden dat zij geen vertrouwen meer hebben in de toekomstige (financiële) prestaties van de uitgevende instelling. Dat zou de beursintroductie bemoeilijken. Een gunstig neveneffect voor de zittende aandeelhouders is, dat de beursintroductie als het ware een lakmoesproef vormt voor de marktwaarde van hun resterende aandelenpakket in de uitgevende instelling. Voorafgaand aan de beursintroductie was die waarde onzeker; na de beursintroductie wordt zij gereflecteerd door de beurskoers van het aandeel.

Na de beursintroductie zijn de aandelen in uitgevende instelling verhandelbaar geworden op de openbare kapitaalmarkt. Dit betekent dat de uitgevende instelling nieuw uitgegeven aandelen gemakkelijker kan gebruiken als betaalmiddel voor het doen van acquisities van andere ondernemingen. De verkopende partij in de acquisitie zal dan immers betaald krijgen in aandelen die ‘liquide’⁶ zijn en die tevens meedelen in mogelijke resultaatsverbetering en koersstijging als gevolg van de synergetische effecten van de acquisitie.

Ook voor een beursintroductie geldt echter, dat ieder voordeel zijn nadeel heeft. De eerder genoemde ‘tucht van de markt’, die enerzijds een aansporing vormt tot verbetering van het prestatieniveau, heeft anderzijds als gevolg dat door de uitgevende instelling aan meer regels moet worden voldaan dan voorheen. Het betreft met name informatie- en publicatieverplichtingen die voortvloeien uit de regels van Euronext Amsterdam en de Wft.⁷ Het voldoen aan een veelheid van dergelijke regels brengt juridische en financiële lasten met zich.

De communicatie van de uitgevende instelling met haar aandeelhouders zal na de beursintroductie gecompliceerder geworden. Dit is onder meer te wijten aan het verbod om, behoudens uitzonderingen, koersgevoelige informatie of voorwetenschap aan derden, waaronder ook aandeelhouders, mede te delen (tipverbod).⁸ Daarnaast zal door de substantiële uitbreiding van het aantal aandeelhouders als gevolg van de beursintroductie het gebod van gelijke behandeling

6 Overigens valt de liquiditeit van aandelen in met name kleinere uitgevende instellingen na beursintroductie vaak tegen. Behoudens bijzondere ontwikkelingen met betrekking tot de onderneming, is doorgaans slechts sprake van een betrekkelijk gering aantal kleinere beurstransacties per dag. Daardoor kunnen individuele transacties soms onevenredig grote invloed hebben op de koers.

7 Voor een overzicht, zie Grundmann-van de Krol 2012, p. 348-386. Bij de Wft gaat het hoofdzakelijk om de daarin geïmplementeerde regels van de Transparantierichtlijn, waaronder de verplichting tot openbaarmaking van de jaarlijkse en halfjaarlijkse financiële verslaggeving, kwartaalinformatie en een jaarlijks overzicht van alle gepubliceerde informatie. Daarnaast is er voor (kort gezegd) Nederlandse beursvennootschappen de verplichting tot naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code en de verplichting tot onverwijld publicatie van koersgevoelige informatie ofwel voorwetenschap, die berust op de Verordening Marktmissbruik. Met name om aan laatstgenoemde verplichting te kunnen voldoen, dienen de informatiesystemen van de uitgevende instelling naar behoren te functioneren. Alvorens voor een beursnotering te opteren, dient de onderneming de extra regelgeving waaraan zij onderworpen zal zijn terzake in haar afwegingen te betrekken. De regelgeving in geval van notering aan een multilaterale handelsfaciliteit zoals (het voormalige) Alternext Amsterdam was doorgaans iets minder zwaar, zie Franx 2006 en Lieverse 2006, maar neemt met de laatste generatie Europese regelgeving toe.

8 Art. 5:57 (ou) Wft. Vanaf 3 juli 2016 is het tipverbod neergelegd in art. 14(c) Verordening Marktmissbruik.

van aandeelhouders zwaarder gaan wegen.⁹ Het bestuur zal aan een grotere en anoniemere groep aandeelhouders verantwoording over zijn beleid moeten afleggen. Daarbij kan de moeilijkheid ontstaan dat aandeelhouders geneigd zijn zich met name te interesseren voor rendement en stijging van de beurskoers op korte termijn. Voor aandeelhouders ontstaat na de beursintrodactie de verplichting om hun kapitaalbelang of zeggenschap in de uitgevende instelling, indien dit bepaalde drempelwaarden bereikt, overschrijdt of onderschrijdt, te melden aan de AFM.¹⁰

Een ander aspect van een beursintrodactie is het feit, dat daardoor de mogelijkheid ontstaat van een openbaar bod op de aandelen (en mogelijke andere effecten) van de uitgevende instelling. De vraag of deze mogelijkheid als een voordeel dan wel nadeel moet worden gezien, ligt genuanceerd. Doorgaans is het bestuur van de uitgevende instelling het best in staat om te beoordelen of een openbaar bod in het belang is van de uitgevende instelling zelf en haar onderneming. Er mag derhalve van worden uitgegaan dat dit het geval is, als het bestuur meewerkt aan het bod (vriendelijk bod). Maar ook wanneer het bestuur niet meewerkt (vijandig bod), kan het bod vanuit het oogpunt van opbrengstmaximalisatie nog steeds in het belang zijn van de aandeelhouders van de uitgevende instelling. De belangen van uitgevende instelling en aandeelhouders kunnen hier dus uiteenlopen.

Opmerkelijk is, dat mogelijke aansprakelijkheid voor de inhoud van het prospectus of andere door de uitgevende instelling gepubliceerde informatie nageenooit als potentieel nadeel van een beursintrodactie wordt genoemd. Dit ondanks het feit dat de kans op aansprakelijkheid als gevolg van de grotere hoeveelheid informatie die de uitgevende instelling na introductie dient te publiceren en het grotere aantal aandeelhouders en andere beleggers die met uitgevende instelling van doen hebben, wel degelijk toeneemt.

Aan de hand van bovengenoemde pro's en contra's zal iedere uitgevende instelling die een beursintrodactie overweegt haar eigen afweging moeten maken. Voor sommige uitgevende instellingen, en zeker voor de categorie die in de Verenigde Staten pleegt te worden aangeduid als *frequent issuers*, zal het argument van toegang tot de openbare kapitaalmarkt van doorslaggevend belang zijn en de genoemde nadelen overschaduwen. In tijden waarin het aantrekken van onderhands of vreemd vermogen moeilijk is, neemt dit argument nog aan kracht toe. Is het de uitgevende instelling echter met name te doen om vergroting van naamsbekendheid en uitstraling, dan zal de afweging tussen de voordelen daarvan enerzijds en de zwaardere regeldruk en daarmee gepaard gaande kosten anderzijds nauwer luisteren. Een algemeen richtsnoer is niet te geven.

9 Dit gebod was voorafgaand aan de beursintrodactie al van kracht ex art. 2:92 lid 2 respectievelijk 2:201 lid 2 BW. Na introductie wordt het versterkt door de art. 5:25k lid 1 en 5:25l lid 1 Wft (beide voor wat betreft het geven van informatie) en art. 61003/1 Euronext Rulebook 1 (versie 4 juli 2016). Deze bepalingen verplichten niet alleen tot gelijke behandeling van aandeelhouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden, maar ook van obligatiehouders binnen één serie.

10 Zie art. 5:38-44 Wft.

3.2.2 *Transactieproces*

Bij het transactieproces van een beursintroductie is een aanzienlijk aantal partij- en betrokken, die in verschillende juridische verhoudingen tot elkaar staan. In het vervolg van deze paragraaf zullen de verschillende stappen in het transactieproces kort worden uiteengezet.

3.2.2.1 INTERNE BESLUITVORMING

Als beginpunt van het transactieproces kan de interne besluitvorming wordt aangeduid, die binnen de uitgevende instelling dient plaats te vinden. Zowel de weg naar een beursgang als de (juridische) gevolgen ervan zijn voor de uitgevende instelling zeer ingrijpend. Met het oog daarop is het van belang dat de beursgang de steun heeft van de vennootschappelijke organen die betrokken zijn bij de governance van de uitgevende instelling.

Allereerst is een bestuursbesluit vereist dat strekt tot het intiëren van het proces en tot het selecteren en benoemen van een (of meer) *lead manager(s)*. In een later stadium zal het bestuur onder meer moeten besluiten tot het aanvragen van notering van de aandelen en toelating daarvan tot de handel op een gereglementeerde markt of ander handelsplatform. Veelal zullen de statuten bepalen dat goedkeuring van dit bestuursbesluit door de raad van commissarissen nodig is.¹¹ In sommige gevallen zal ook voorafgaande goedkeuring door (een versterkte meerderheid van) de AvA een vereiste zijn, uit hoofde van hetzij de statuten hetzij een tussen de aandeelhouders van kracht zijnde aandeelhoudersovereenkomst. Dit laatste zal zich met name voordoen wanneer zich tussen de aandeelhouders *private equity* instellingen of andere professionele investeerders bevinden. Voor hen is de beursgang een mechanisme van *exit* uit hun investering, waarover zij willen kunnen beschikken. De aandeelhoudersovereenkomst voorziet daarom vaak in de verplichting van de (overige) aandeelhouders om mee te werken aan een beursintroductie wanneer bepaalde (financiële) voorwaarden zijn vervuld en in het recht dan wel de verplichting van iedere aandeelhouder om in het kader van de beursgang een bepaald percentage van zijn aandelenbelang te herplaat-

11 In het geval van de structuur-NV is deze goedkeuring wettelijk vereist ex art. 2:164 lid 1(c) BW.

sen.¹² Overigens worden dergelijke aandeelhoudersovereenkomsten doorgaans beëindigd – dan wel eindigen zij van rechtswege – per de datum waarop de beursnotering ingaat, teneinde te vermijden dat instappende beleggers worden geconfronteerd met een bestaand machtsblok in de AvA. Dat zou instappen voor hen minder aantrekkelijk maken, hetgeen een risico vormt voor de kans van slagen van de transactie.

Niet uitgesloten kan worden dat over het bestuursbesluit tot het aanvragen van toelating tot de handel, en met name het in verband daarmee initiëren van een uitgifte van nieuwe aandelen en een statutenwijziging, voorafgaand advies aan de ondernemingsraad dient te worden gevraagd. Dit zal zich voordoen in geval de beursintroductie gepaard gaat met een overdracht van zeggenschap (hetgeen bij voldoende gespreid aandelenbezit na introductie niet het geval zal zijn) dan wel met een belangrijke wijziging in de organisatie van de uitgevende instelling of in de verdeling van de bevoegdheden daarbinnen.¹³ Van dit laatste lijkt bijvoorbeeld sprake te zijn, wanneer de statuten na beursintroductie voorzien in een raad van commissarissen met uitgebreide goedkeuringsbevoegdheden, terwijl dit orgaan er voorafgaand aan de transactie nog niet was.

3.2.2.2 BENOEMING LEAD MANAGER(S); SYNDICAATSVORMING

Nadat verschillende *investment banks* zich in een zo genoemde *beauty contest* concurrerend aan het bestuur van de uitgevende instelling hebben gepresenteerd, zal een van hen worden benoemd om als *lead manager* de transactie te leiden en te coördineren. Betreft het een omvangrijke transactie die extra plaatsingskracht en coördinatie van het syndicaat vergt, dan wordt vaak een tweede lead manager benoemd. De beide lead managers treden dan in hun coördinerende rol gezamenlijk op als *joint global coordinators*.

De benoeming van de lead manager wordt vastgelegd in een van hem uitgaande mandaatsbrief of *engagement letter* die door de uitgevende instelling voor akkoord wordt ondertekend. Naast de benoeming zelf worden in de mandaatsbrief afspraken gemaakt over de voornaamste werkzaamheden van de lead

12 De aandeelhoudersovereenkomst dient er onder meer toe om onenigheid tussen de aandeelhouders over de beursgang in de voorbereidende fase te vermijden. Dergelijke onenigheid deed zich, ondanks het bestaan van een aandeelhoudersovereenkomst, voor bij de beursintroductie van Versatel Telecom International NV in juli 1999, die gepaard ging met een *dual listing* aan Euronext Amsterdam en het Amerikaanse NASDAQ. Een minderheidsaandeelhouder verzette zich tegen de beursgang en initieerde een enquêteprocedure bij de OK van het Hof Amsterdam. Het enquêteverzoek werd weliswaar afgewezen, maar een en ander resulteerde toch noodgedwongen in het tamelijk belastende voorbehoud (in de vorm van een *risk factor*) in het concept prospectus dat de minderheidsaandeelhouder mogelijk alsnog zou trachten de ipo te frustreren (zie www.sec.gov/Archives/edgar/data/1066930/0000950123-99-005847.txt p.19). Uiteindelijk werd de kwestie enkele dagen voor de ipo in der minne – en financieel zeker niet in het nadeel van de minderheidsaandeelhouder – geregeld en kon de betreffende *risk factor* uit het definitieve prospectus worden verwijderd (zie www.sec.gov/Archives/edgar/data/1066930/0000950123-99-005847 p. 4 onder *recent developments*). Deze gang van zaken onderstreept dat derden, in het bijzonder aandeelhouders, de nodige *nuisance value* kunnen creëren in het voorstadium van een beursintroductie. De uitspraak van de OK bevat de interessante overweging dat een aandeelhouder in joint-venture verhoudingen de verplichting heeft om naar beste vermogen het totstandbrengen van een gemeenschappelijk gedragen beleid te bevorderen en dat het hem niet zonder meer vrijstaat zijn eigen belang voorop te stellen (Hof Amsterdam (OK) 20 mei 1999, JOR 2000/72, r.o. 3.6 (Versatel)). Daarmee wordt, althans in joint venture situaties, dwars liggende aandeelhouders van potentiële beurskandidaten voor een deel de wind uit de zeilen genomen. JOR-annotator Blanco Fernández uit zich hierover in kritische zin. Hij wijst op het recht van de (minderheids)aandeelhouder om juist wel zijn eigen belang voorop te stellen, ook bij het sluiten (en, zo begrijp ik de annotator, het uitvoeren) van een aandeelhoudersovereenkomst.

13 Zie art. 25 lid 1(a) en (e) WOR.

manager, de verplichting van de uitgevende instelling om alle gevraagde medewerking te verlenen, de door de lead manager te ontvangen commissie¹⁴ en de structuur van de plaatsing (voorzover al bekend). Tevens vrijwaart de lead manager zichzelf en zijn personeel voor mogelijke aansprakelijkheid jegens derden in verband met de transactie, behoudens opzet of grove schuld. De afspraken in de mandaatsbrief worden deels later in het proces *in extenso* uitgewerkt in de *underwriting agreement*.

Na ondertekening van de mandaatsbrief kan de lead manager een aantal *co-managers* benaderen in overleg met de uitgevende instelling. De lead manager en de *co-managers* vormen samen het syndicaat dat verantwoordelijk is voor plaatsing van de aandelen in de markt en daarmee voor het welslagen van de transactie. De *co-managers* zullen daarom in de eerste plaats worden geselecteerd op basis van hun plaatsingskracht in de landen en markten waarop de plaatsing zal zijn gericht. Daarnaast zullen bij wijze van gunst doorgaans ook één of twee banken waarmee de uitgevende instelling een bijzondere relatie heeft als *co-managers* aan boord worden gehaald. In veel gevallen wordt de syndicaatsvorming besloten met de ondertekening van een *agreement among underwriters/managers*, waartoe alle leden van het syndicaat als partij toetreden.¹⁵

Bij een beursgang aan de gereglementeerde markt van Euronext Amsterdam dient de noteringsaanvraag te worden ingediend door een *listing agent* die als zodanig door Euronext wordt erkend.¹⁶ Een van de managers die deel uitmaken van het syndicaat dient derhalve de bevoegdheid te hebben om als *listing agent* op te treden. Voor syndicaten die geheel uit de buitenlandse investment banks bestaan is dit doorgaans een reden om alsnog een Nederlandse partij tot het syndicaat toe te laten treden.

3.2.2.3 VASTSTELLEN PLAATSINGSSTRUCTUUR

In de fase van de mandaatsbrief zullen de hoofdlijnen van de structuur van de aandelenplaatsing worden vastgelegd. De gedachtevorming hierover kan zich over een langer deel van het proces uitstrekken en zich gaandeweg ontwikkelen. In het kader van de plaatsingsstructuur dient een aantal keuzes te worden gemaakt:

a. emissie, herplaatsing of technische notering?

Zal de plaatsing bestaan uit door de uitgevende instelling nieuw uit te geven aandelen, uit bestaande aandelen die door de zittende aandeelhouders worden herplaatst of uit beide? In het algemeen is het voor beleggers aantrekkelijk om deel te nemen in een plaatsing met een financieringsfunctie, waarvan een (substantieel) deel van de opbrengst ten goede komt aan de uitgevende instelling. Beleggers blijven dan immers ook na introductie als aandeelhouders indirect van hun eigen inleg profiteren. Beursintroducties die uitsluitend bestaan uit een herplaatsing van bestaande aandelen betreffen voornamelijk volgroeide onderne-

14 Deze wordt berekend als percentage van de opbrengst van de ipo en bestaat uit een aantal componenten. Zie par. 3.2.2.7.

15 Op de inhoud van de *underwriting agreement* en de *agreement among managers* wordt in par. 3.2.2.7 ingegaan.

16 Zie art. 6204 Euronext Rulebook I (versie 4 juli 2016).

mingen die over voldoende kapitaal beschikken, waarvan de grootaandeelhouder(s) een *exit* wil(len) maken via de beurs.¹⁷

Een andere mogelijkheid is, dat de beursintroductie uitsluitend plaatsvindt door het aanvragen van notering en toelating van bestaande aandelen tot de handel, zonder dat sprake is van enige vorm van plaatsing bij beleggers. Men spreekt wel van een technische notering. In dat geval is geen bankensyndicaat nodig dat over een bepaalde plaatsingskracht beschikt. Voor een toelating tot de gereglementeerde markt van Euronext Amsterdam kan de uitgevende instelling volstaan met de benoeming van een *listing agent*, die de toelatingsaanvraag moet indienen.¹⁸ Bij een technische notering gaat het soms om een uitgevende instelling die een additionele notering wenst van haar aandelen, die al aan een of meer andere effectenbeurzen worden verhandeld.¹⁹

b. notering aan welke beur(s)/(zen) of effectenmarkt(en) ?

In vroegere tijden wendde een vennootschap die een beursintroductie overwoog zich tot haar eigen nationale effectenmarkt. Een beursintroductie van een Nederlandse vennootschap vond dan ook doorgaans plaats op de markt van (de rechtsvoorgangers van) Euronext Amsterdam. Het huidige tijdsgewricht staat echter in het teken van hevige internationale concurrentie tussen effectenbeurzen, onder meer op het gebied van regelgeving.²⁰ De keuze valt vaak op de effectenmarkt waarvan de uitgevende instelling de meeste (internationale) uitstraling of de grootste liquiditeit voor haar aandelen verwacht. Daarnaast kunnen er redenen zijn om speciaal voor de beursintroductie een nieuwe holdingvennootschap als beursvehikel bovenaan de groep te plaatsen.²¹ De nationaliteit van een dergelijk vehikel wordt veelal bepaald aan de hand van fiscale indicatoren, en is dus niet noodzakelijkerwijs die van het land waar de kern van de ondernemingsactivitei-

17 Een voorbeeld van een dergelijke introductie is de beursgang van Endemol NV in november 2005 (overigens de tweede in haar historie), waarbij enig aandeelhouder Telefónica een deel van haar belang verkocht en Endemol zelf geen nieuwe aandelen uitgaaf. Ook privatiseringen worden soms gerealiseerd langs de weg van een herplaatsing via de beurs, zoals de ipo van KPN in 1994. Recentere voorbeelden zijn de beursintroductie van Delta Lloyd NV eind 2009 (herplaatsing door grootaandeelhouder Aviva) en de beursintroductie van ABN AMRO Group NV in november 2015 (herplaatsing door Stichting NLF1 ten behoeve van de Nederlandse Staat).

18 Zie Euronext Amsterdam Harmonised Rules (Book I), Rule 6204 (versie 4 juli 2016), www.euronext.com/nl/regulation en Euronext Notice No. 6-01, in werking getreden op 15 oktober 2013, www.euronext.com/nl/regulation/issues.

19 Voorbeelden zijn de notering van Homburg Invest Inc. in 2006 en de notering van Thunderbird Resorts Inc. in 2008, beide aan Euronext Amsterdam.

20 Over minder gunstige neveneffecten daarvan, zie Franx 2004, p. 264.

21 Onder voorwaarde dat dit spoot met de *track-record* vereiste die effectenbeurzen voor toelating tot de handel stellen. Het is de vraag of dit het geval is wanneer een nieuw opgerichte (en daardoor qua aansprakelijkheid 'schone') holdingvennootschap aan de top van het concern wordt geplaatst. Voor toelating tot de notering aan Euronext geldt onder meer het vereiste dat de uitgevende instelling over de drie voorafgaande boekjaren een (door een accountant gecontroleerde) jaarrekening moet hebben gepubliceerd of gedeponereerd, aangevuld met gecontroleerde halfjaarcijfers over het lopende boekjaar, indien notering in het vierde kwartaal daarvan plaatsvindt (art. 6702/1 (ii) Euronext Rulebook I (versie 4 juli 2016)). Dit *track-record* vereiste geldt formeel voor de uitgevende instelling als *rechtspersoon* en dus voor de juridische entiteit bovenaan de groep. Het Rulebook definieert de *issuer* immers als *legal entity*. Er is echter veel voor te zeggen dat Euronext het vereiste in voorkomende gevallen – door interpretatie of dispensatie, waartoe art. 6702/2 Rulebook I de mogelijkheid biedt – toepast op de *onderneming(en)* die de uitgevende instelling als groep uitoefent. Van belang is, dat gedurende drie boekjaren betrouwbare financiële verslaggeving met betrekking tot *onderneming(en)* van de uitgevende instelling als groep is geproduceerd. Het enkele feit dat de uitgevende instelling om haar moverende redenen ter gelegenheid van de beursintroductie een nieuw opgerichte holding aan de top van haar structuur zet waarvan de aandelen worden genoteerd en aan beleggers worden aangeboden, is toelatingstechnisch gesproken minder relevant. Overigens geldt het genoemde *track-record* vereiste van Euronext niet voor de toelating van obligaties en de toelating van effecten in het kapitaal van beleggingsinstellingen (zie art. 6703, 6704 en 6705 Rulebook I, versie 4 juli 2016).

ten plaatsvindt. Als gevolg van al deze ontwikkelingen is het kiezen van de markt waaraan notering zal plaatsvinden een tamelijk ingewikkeld (en politiek!) proces geworden, dat vaak gepaard gaat met veel discussie tussen de uitgevende instelling, de lead manager en hun adviseurs.

Soms kiest een uitgevende instelling ervoor om aan twee of meer effectenmarkten een notering te verkrijgen. Dit wordt aangeduid met *multiple listing* of, in geval van notering aan twee effectenmarkten, *dual listing*. De internationale zichtbaarheid en uitstraling worden hierdoor vergroot en de uitgevende instelling kan bij het ophalen van nieuw kapitaal op meerdere effectenmarkten een beroep doen. Daartegenover staat, dat de regeldruk op de uitgevende instelling navenant toeneemt. Dit geldt met name indien gekozen wordt voor een tweede notering aan een effectenbeurs in de Verenigde Staten.²²

c. plaatsing alleen bij gekwalificeerde of ook bij particuliere beleggers?

Bij het plaatsen van aandelen in het kader van een beursintroductie zullen in de praktijk nagenoeg altijd gekwalificeerde beleggers worden benaderd. Daaraan zijn meerdere praktische voordelen verbonden. Gekwalificeerde beleggers kunnen door het syndicaat met een beleggingspropositie worden benaderd voordat het prospectus is goedgekeurd door de AFM, en wel op grond van de uitzondering op de prospectusplicht vervat in art. 5:3 lid 1(a) Wft. Bepaalde gekwalificeerde beleggers hebben een lange beleggingshorizon, zodat de uitgevende instelling ervan uit mag gaan dat zij kunnen bijdragen aan een stabiele en loyale basis van aandeelhouders.²³ Er zijn echter ook gekwalificeerde beleggers die zich juist toeleggen op de meer frequente handel in aandelen.²⁴ Deze groep kan een bijdrage leveren aan de liquiditeit van het aandeel na introductie. Het is derhalve zaak voor het syndicaat om in de plaatsingsfase de juiste ‘mix’ van gekwalificeerde beleggers te benaderen.

Op de vraag wat het belang is van deelname door particuliere beleggers in een beursintroductie wordt door deskundigen in de praktijk uiteenlopend geantwoord. Enerzijds komt het openstellen van de plaatsing voor particuliere beleggers de commerciële uitstraling van de uitgevende instelling ten goede, met name indien haar cliëntèle uit een grote hoeveelheid (particuliere) consumenten be-

22 Voor een meer uitgebreide behandeling van enkele aspecten van *dual listing*, in het bijzonder de mogelijkheid van een versnelde (*fast path*) tweede notering aan de gereguleerde markt van Euronext Amsterdam voor buitenlandse uitgevende instellingen, zie Dempster & Schoonewille 2010, p. 41-47.

23 Bijvoorbeeld pensioenfondsen en verzekeraars.

24 Bijvoorbeeld, afhankelijk van hun beleggingsstrategie, hedge fondsen. Deze worden onder het regime van Richtlijn 2011/61/EU inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (Richtlijn BAB of Alternative Investment Fund Managers Directive/AIFMD; *PbEU* 2011 L 174/1) aan vergunningplicht onderworpen (behoudens fondsen die onder een *de minimis*-uitzondering ressorteren).

staat.²⁵ Anderzijds heerst twijfel over de mogelijke positieve effecten van deelname door particulieren op de liquiditeit van het aandeel en de koersvorming. Gelet op de korte beleggingshorizon van de meeste particuliere beleggers kan weliswaar gedurende enige tijd na introductie een intensieve handel in het aandeel ontstaan, maar deze is doorgaans van tamelijk korte duur. Een overmaat aan (particuliere) beleggers die uit zijn op snelle winst door verkoop van hun aandelen onmiddellijk na introductie zet de koers van het aandeel onder druk. Het syndicaat zal, ondanks zijn bevoegdheid om de koers na introductie te stabiliseren, niet altijd in staat zijn koersdaling te voorkomen.²⁶ Grotere aanbiedingen waarvan het leeuwendeel naar verwachting toch door gekwalificeerde beleggers zal worden afgenomen, richten zich dan ook soms in het geheel niet op de particuliere belegger. Kleinere aanbiedingen door MKB-ondernemingen, bijvoorbeeld op alternatieve markten zoals Alternext, richten zich vooral op de particuliere belegger, vaak bij gebrek aan belangstelling van institutionelen.

d. plaatsing in welke landen?

Doorgaans worden in ieder geval beleggers benaderd in het land van vestiging van de beurs of effectenmarkt waar toelating tot de handel plaatsvindt. Daarmee wordt het beoogde uitstralings-effect in dat land versterkt. Een structuur die men in de praktijk vaak tegenkomt is, dat in het land van toelating tot de handel zowel gekwalificeerde als particuliere beleggers kunnen inschrijven en dat daarnaast in een of meer andere landen met een sterke *investor community* een plaatsing aan

25 Wanneer bij een (zeer) grote aanbieding van aandelen met name wordt ingezet op het aantrekken van particuliere beleggers, wordt wel gesproken van een 'volksaandeel'. Een voorbeeld daarvan is het aandeel KPN, waarvan de beursintroductie medio 1994 met een grootscheepse reclamecampagne gepaard ging. Ca. 188.000 particuliere beleggers stapten in. In 2001 was dit aantal opgelopen tot ca. 397.000. (bronnen: Telegraaf en RTLZ). Bij de beursgang van SNS REAAL NV in 2006 zijn veel particuliere beleggers aangetrokken door bij de toewijzing aan iedere particuliere belegger voorrang te geven voor de eerste 200 aandelen waarvoor hij had ingeschreven (*preferential allocation*; ruim 20% van de totale aanbieding werd bij particulieren geplaatst). Ook komt het voor dat een deel van de aanbieding specifiek op werknemers van de uitgevende instelling wordt gericht, soms tegen gunstiger condities (*employee offering*). De aanbieding heeft dan tevens de functie van een *incentive*. Bij de beursgang van SNS REAAL NV kreeg iedere werknemer twintig aandelen om niet toegewezen. Bij de beursintroductie van The Member Company (TMC) NV op Alternext Amsterdam in 2006 werd 5% van de aanbieding gereserveerd voor toewijzing met voorrang aan werknemers die hadden ingeschreven. Bij de ipo van World Online International NV in 2000 heeft men zich op verschillende categorieën particuliere beleggers gericht: van de totale aanbieding kregen (1) Nederlandse abonnees van WOL 6,3% en (2) werknemers en '*friends and family*' van WOL samen 5,1% met voorrang toegewezen.

26 Dit heeft zich voorgedaan bij de beursintroductie van World Online International NV in 2000, waarbij overigens niet alleen particuliere beleggers op snelle winst uit waren.

uitsluitend gekwalificeerde beleggers plaatsvindt. Ook een nevenplaatsing in de Verenigde Staten is met regelmaat aan de orde.²⁷

Het syndicaat dient over voldoende plaatsingskracht te beschikken in de landen waarop de plaatsing is gericht. Dit is van invloed op de samenstelling van het syndicaat. De reden voor het aan boord halen van bepaalde syndicaatsleden kan zijn gelegen in hun plaatsingskracht in een of meer specifieke landen.

De juridische verhouding tussen de leden van het syndicaat wordt in de meeste transacties in een apart document geregeld, te weten de *agreement among underwriters*, waarover meer in par. 3.2.2.7.

*e. underwriting techniek: overgenomen emissie, gegarandeerde emissie of best efforts plaatsing?*²⁸

De lead manager sluit namens het syndicaat een overeenkomst met de uitgevende instelling, waarin de plaatsing van de aandelen wordt geregeld en de voorwaarden waaronder deze haar beslag zal krijgen. In vrijwel alle gevallen wordt een underwriting techniek gekozen, waarbij de uitgevende instelling is verzekerd van een bepaalde opbrengst van de plaatsing.²⁹ Dit kan op twee manieren worden bereikt, die voor de uitgevende instelling op hetzelfde neerkomen. De eerste variant is, dat het syndicaat de nieuw uit te geven aandelen zelf neemt en vervolgens doorverkoopt aan beleggers, eventueel met een *dealer group* als tussenliggende schakel in de koop-verkoop keten (overgenomen emissie of *firm commitment underwriting*). Het alternatief is, dat het syndicaat de opbrengst van de plaatsing garandeert door zich te verbinden om de aandelen die mogelijk niet bij beleggers kunnen worden geplaatst zelf voor eigen rekening te nemen (gegarandeerde emissie of *standby underwriting*). In beide varianten neemt het syndicaat het marktrisico voor de plaatsing over van de uitgevende instelling. Ondertekening van de underwriting agreement vindt vrijwel altijd pas plaats aan het

27 Voorbeelden van deze structuur zijn de beursintroducties van World Online International NV in 2000, Endemol NV in 2005 en Delta Lloyd NV in 2009. Voor de nevenplaatsing in de Verenigde Staten wordt gebruik gemaakt van Rule 144A onder de Securities Act 1933. Deze maakt het mogelijk om effecten te plaatsen bij *Qualified Institutional Buyers (QIBs)*, zonder dat het volledige proces van registratie bij de SEC hoeft te worden doorlopen (zoals het geval is bij een aanbieding aan het publiek of een beursnotering in de VS). Rule 144A is in 1990 ingevoerd om de Amerikaanse kapitaalmarkt aantrekkelijker te maken voor buitenlandse uitgevende instellingen. Van deze zo genoemde *Rule 144A offerings* is sindsdien op grote schaal gebruik gemaakt. De bij QIBs geplaatste effecten zijn daarna *restricted securities*, hetgeen wil zeggen dat zij uitsluitend tussen QIBs onderling verhandeld mogen worden en niet in handen van particuliere beleggers mogen komen. Daartoe is een speciaal handelssysteem ontworpen. Er zijn enkele duizenden QIBs in de VS, voornamelijk banken en vermogensbeheerders waarvan de portefeuille onder beheer tenminste een bepaald volume heeft. In het kader van een nevenplaatsing door een buitenlandse uitgevende instelling wordt doorgaans een klein aantal QIBs benaderd. Er worden in de VS geen *road shows* gehouden en ook anderszins wordt de publiciteit er tot een absoluut minimum beperkt. Dit gaat zelfs zo ver, dat *buiten* de VS gehouden persconferenties en ter beschikking gestelde documentatie met betrekking tot de transactie aan bepaalde voorwaarden moeten voldoen, om maar niet de Amerikaanse kapitaalmarkt te kunnen beïnvloeden (*conditioning the market*). Voorkomen dient te worden dat de SEC, als gevolg van te brede publiciteit, de (neven)plaatsing toch als een aanbieding aan het publiek in de VS beschouwt. Daardoor zou in het ergste geval de *safe harbor* van Rule 144A verloren gaan en zou alsnog het volledige proces van registratie bij de SEC moeten worden doorlopen. Door dit alles brengt een *Rule 144A offering* in de VS juridisch gezien een extra belasting voor de transactie met zich en is inschakeling van een Amerikaanse advocaat noodzakelijk.

28 Naast deze drie underwriting technieken wordt de (in de Nederlandse markt vrijwel uitgestorven) *guichet-emissie* onderscheiden, waarbij het syndicaat zich niet actief met de plaatsing bezig houdt, maar deze slechts logistiek faciliteert door openstelling van haar 'loketten' voor verspreiding van het prospectus en het ontvangen van inschrijvingen. In de Verenigde Staten worden daarnaast *competitive bidding* en *shelf registration* wel als aparte technieken onderscheiden. Zie Loss & Seligman 2004, p. 86-91. Op deze bijzondere technieken wordt in dit kader niet verder ingegaan.

29 Behoudens een mogelijke *upsize* of *downsize* waartoe de uitgevende instelling en de lead manager, afhankelijk van de belangstelling van de markt, lopende het transactieproces in overleg kunnen besluiten.

eind van het boekbuilding proces op de dag voordat de handel in de nieuwe aandelen van start gaat (*back-end underwriting*). Op dat moment is het syndicaat er zeker van dat er voldoende inschrijvingen van beleggers zijn ontvangen, zodat het marktrisico dat gemoeid is met ondertekening van de underwriting agreement minimaal is.³⁰

De derde variant, die wordt aangeduid met *best efforts underwriting*, verschilt wezenlijk van de twee eerste varianten. In deze variant wordt het marktrisico niet overgenomen door het syndicaat, maar blijft het rusten bij de uitgevende instelling zelf. Het syndicaat verplicht zich slechts om zich naar beste vermogen in te spannen de effecten bij beleggers te plaatsen, zonder zelf een (voorwaardelijke) verplichting tot koop op zich te nemen. De term ‘underwriting’ is voor deze techniek eigenlijk niet op zijn plaats. Daarom wordt doorgaans gesproken van *best effort placing*. Aangezien de uitgevende instelling in de meeste gevallen zeker wil zijn van een bepaalde opbrengst van de plaatsing, is de best efforts techniek, althans in de Nederlandse markt, zeldzaam. In de gevallen waarin hij wordt gebruikt, betreft het meestal effecten van een uitgevende instelling zonder gevestigde reputatie – en dus (nog) zonder beursnotering – waarover op voorhand twijfel bestaat of zij in voldoende mate bij beleggers kunnen worden geplaatst. Het syndicaat is dan niet bereid het plaatsingsrisico over te nemen.³¹

f. prijsbepaling: boekbuilding met *greenshoe-optie* of *fixed price*?

In theorie dienen uitgevende instelling en syndicaat gezamenlijk de keuze te maken tussen het zo laat mogelijk bepalen van de prijs van de aangeboden effecten langs de weg van *boekbuilding* dan wel het tevoren vaststellen van een *fixed price*. Bij *boekbuilding* worden gedurende ca. twee weken voor afsluiting van het aanbiedingsproces en de aanvang van de handel inschrijvingen van beleggers ingewonnen. Aldus wordt inzicht verkregen in de hoeveelheid effecten en de prijs waartegen deze plaatsbaar zijn in de markt. Op basis van die gegevens wordt de prijs per aandeel en de hoeveelheid aan te bieden aandelen definitief bepaald en wordt de underwriting agreement door de uitgevende instelling en de lead manager ondertekend (*back-end underwriting*). De *boekbuilding* methode is in de jaren 1980/1990 vanuit de Verenigde Staten op de Nederlandse kapitaalmarkt geïmporteerd en mitigeert het door het syndicaat overgenomen marktrisico aanzienlijk. In de praktijk heeft deze methode dan ook de *fixed price* methode, waarbij de underwriting agreement aan het begin van het proces wordt ondertekend (*front-end underwriting*) en de effecten worden aangeboden tegen een in die overeenkomst vastgelegde prijs, geheel verdrongen.

30 Ondertekening van de underwriting agreement brengt daarom voor het syndicaat in essentie slechts het risico met zich, dat beleggers die hebben ingeschreven niet nakomen of op de dag tussen ondertekening en aanvang van de handel insolvent worden. Gelet op het feit dat het doorgaans om klanten of andere bij het syndicaat goed bekende partijen gaat, is dit risico in de praktijk te verwaarlozen. Indien aan het eind van het *boekbuilding* proces, op de dag voordat de beurshandel van start gaat, onvoldoende inschrijvingen tegen de gewenste prijs per aandeel zijn ontvangen, wordt de emissie alsnog afgeblazen. Dit deed zich voor bij de voorgenomen beursintroductions van Holec Holland NV in 1997 en DSB Groep NV in 2000.

31 In de Verenigde Staten wordt de techniek soms ook gebruikt door uitgevende instellingen die juist zo'n sterke reputatie hebben, dat de kans op een succesvolle plaatsing zeer groot is en het niet nodig wordt geacht dat het plaatsingsrisico door het syndicaat wordt overgenomen. Daarmee bespaart de uitgevende instelling zich de *underwriting commission*, zijnde het deel van de aan het syndicaat te betalen vergoeding dat betrekking heeft op het overnemen van het plaatsingsrisico. Zie Loss & Seligman 2004, p. 85.

Evenmin is het wel of niet opnemen van de zo genoemde *over-allotment* of *green shoe* optie in de underwriting agreement tegenwoordig een punt van discussie. Met deze optie, die door de uitgevende instelling en/of de verkopende aandeelhouders aan het syndicaat gegeven wordt, krijgt het syndicaat het recht om (doorgaans 15%) extra aandelen te verwerven teneinde de *short*-positie die het door overtoewijzing heeft ingenomen, af te dekken. Deze combinatie van short gaan en *over-allotment* optie vormt voor het syndicaat een noodzakelijk instrument om de koers van de aandelen gedurende de toegestane dertig dagen na aanvang van de handel te kunnen stabiliseren.³²

3.2.2.4 KICK-OFF MEETING

De aftrap voor de uitvoeringsfase van de beursintroductie wordt gegeven tijdens een gezamenlijke ‘kick-off meeting’. Deze wordt bijgewoond door vertegenwoordigers van de uitgevende instelling, de lead manager en de juridische, fiscale en financiële adviseurs van beide partijen. Als financieel adviseur van de uitgevende instelling treedt doorgaans de huisaccountant op. De lead manager neemt een ander accountantskantoor als financieel adviseur in de arm.

Naast kennismaking door de betrokken personen heeft de kick-off meeting twee belangrijke doelstellingen: 1. vaststelling van de projectorganisatie en toewijzing van taken en verantwoordelijkheden en 2. vaststellen van de *timetable* volgens welke de diverse stappen naar beursintroductie moeten worden genomen. Deze benadering mag op het eerste gezicht formeel lijken, gelet op het grote aantal betrokkenen en de vele aspecten waaraan aandacht dient te worden besteed is zij noodzakelijk. Het naar de beurs brengen van een onderneming is een project dat onder leiding staat van de lead manager.³³ In de praktijk is gebleken dat een projectmatige aanpak, met duidelijke taken en verantwoordelijkheden voor de betrokken partijen en harde deadlines, noodzakelijk is om de transactie binnen een aanvaardbaar tijdsbestek af te ronden. In sommige gevallen is de deadline voor afsluiting van de transactie wel bijzonder dwingend, bijvoorbeeld wanneer de opbrengst van de beursintroductie nodig is voor de financiering van een overname die direct aansluitend plaatsvindt dan wel voor aflossing van een krediet waaronder de uitgevende instelling in verzuim is of dreigt te raken.

De projectorganisatie is doorgaans verdeeld in twee werkstromen, die ieder uit een aantal werkgroepen bestaan. De juridische/fiscale/financiële werkstroom houdt zich bezig met het opzetten van een nieuwe vennootschappelijke structuur (statutenwijziging, die vaak gepaard gaat met omzetting van een BV in een NV); het opleveren van jaarrekeningen, tussentijdse cijfers en andere financiële informatie; het uitvoeren van een financieel, fiscaal, juridisch en commercieel due diligence onderzoek op de uitgevende instelling; het opstellen van het prospectus en van overige documentatie zoals de underwriting agreement. In deze

32 Zie meer uitgebreid over de *over-allotment* optie en het mechanisme van stabilisatie Demper & Schoonewille 2010, p. 37-38. De term ‘*greenshoe*’ is overigens afkomstig van de naam van de uitgevende instelling in de Verenigde Staten die als eerste van de optie gebruik heeft gemaakt. Europese regels met betrekking tot de voorwaarden waaronder stabilisatie is toegestaan worden gegeven in art. 5 lid 4 en 5 Verordening 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (*PbEU* 2014 L 173/1) en art. 5 v/m 8 Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/1052 inzake terugkoop en stabilisatie (*PbEU* 2016 L 173/34).

33 Voor het coördineren van en leiding geven aan het transactieproces ontvangt de lead manager dan ook een *management commission*, zie par. 3.2.2.7.

werkstroom spelen de advocaten, fiscalisten en accountants van beide partijen een belangrijke rol. Overigens zullen in de betreffende werkgroepen doorgaans ook vertegenwoordigers van de uitgevende instelling en de lead manager zitting hebben.

Daarnaast is er de marketing en communicatie werkstroom, die zich met de meer commerciële aspecten van de transactie bezighoudt. In deze werkstroom gaat het met name om het managen van de externe publiciteit in de aanloop naar de beursintroductie en het voorbereiden van diverse presentaties door het management van de uitgevende instelling voor analisten en beleggers. Voor zover dat nog niet is gebeurd, wordt ook de gedachtewisseling over de plaatsingsstructuur en de samenstelling van het syndicaat voltooid.

De algehele coördinatie van de transactie is in handen van een stuurgroep/*steering committee*. In deze stuurgroep zijn de uitgevende instelling en de lead manager op hoog niveau vertegenwoordigd. Voor de uitgevende instelling betekent dit in de praktijk, dat de CEO of (vaker) de CFO tot de stuurgroep zal toetreden en daarin een actieve rol dient te spelen. Bemoeienis op bestuursniveau van de uitgevende instelling is een noodzakelijke voorwaarde om te bewerkstelligen dat daadwerkelijk alle relevante informatie in het prospectus wordt verwerkt. Indien nodig worden ook vertegenwoordigers van de betrokken advocaten- en accountantskantoren aan de stuurgroep toegevoegd. Een voorbeeld van de wijze waarop de projectorganisatie bij een beursintroductie kan worden ingericht is weergegeven in *Bijlage 1*.

De projectagenda of *timetable* bestrijkt een periode van minimaal drie maanden. Binnen dit tijdsbestek wordt een maand genomen voor het due diligence onderzoek en het opstellen van het concept prospectus, dat vervolgens ter goedkeuring wordt ingediend bij de AFM. Vanaf de datum van indiening duurt de goedkeuringsprocedure bij de AFM, die bestaat uit enkele ronden commentaar gevolgd door aanpassing van het concept prospectus, gemiddeld zes weken. Daarna volgt een periode van ca. twee weken voor het geven van presentaties aan beleggers (de *road show*) en het openstellen van het boek voor inschrijvingen (*book-building*). Meteen daarna kan de transactie worden afgerond met het ondertekenen van de underwriting agreement en gaat op de volgende dag de beurshandel in de nieuwe aandelen van start.³⁴ Genoemde drie maandsperiode is een absoluut minimum. Beursgangen van grotere en complexere ondernemingen kunnen een (aanzienlijk) langere voorbereidingstijd vergen.³⁵

3.2.2.5 DUE DILIGENCE EN PROSPECTUS

Na de kick-off meeting zijn het uitvoeren van een due diligence onderzoek op de uitgevende instelling en gelijktijdig daaraan het opstellen van het prospectus bepalend voor de volgende fase van het transactieproces.

34 In de periode 2009-2011 is op initiatief van het Holland Financial Centre door Euronext Amsterdam, de AFM, een aantal financiële partijen en enkele advocaten- en accountantskantoren gewerkt aan het stroomlijnen en verkorten van het ipo-traject in Nederland tot vijf weken vanaf het moment waarop de eerste informele gesprekken met de AFM over goedkeuring van het prospectus worden gevoerd. Het resultaat van dit project staat bekend als *'Fast Track to Liquidity: IPO Roadmap to the Netherlands'*. Een meer uitvoerige beschrijving wordt gegeven door Demper & Schoonewille 2010, p. 47-49 en door Elsenga 2011, p. 391-397.

35 Aan de voorbereiding van de beursgang van ABN AMRO Group NV in november 2015 is grofweg twee jaar gewerkt.

Het due diligence onderzoek wordt uitgevoerd door de lead manager³⁶ voor wat betreft de commerciële aspecten van de business en door diens advocaten, accountants en fiscalisten ieder op hun eigen gebied. Het onderzoek strekt zich uit over de volle breedte van de onderneming en krijgt vorm door het bestuderen van schriftelijke documentatie en het voeren van gesprekken met (in het bijzonder) het management van de uitgevende instelling en (vertegenwoordigers van) de raad van commissarissen. In geval van een beursintroductie is het ondergaan van een dergelijk uitvoerig juridisch onderzoek voor de uitgevende instelling doorgaans een nieuwe ervaring.³⁷ De lead manager mag er dan ook niet op rekenen dat volledige informatie spontaan wordt overgelegd. Hij dient het onderzoek te initiëren door overlegging van een uitgebreide *due diligence questionnaire*, waarin de verschillende (categorieën van) documenten die bestudeerd moeten worden zo gedetailleerd mogelijk zijn opgesomd.³⁸ In de praktijk wordt ieder lid van het bestuur en de raad van commissarissen verzocht een uitgebreide *Directors and Officers (D&O) questionnaire* in te vullen met betrekking tot onder meer zijn eigen zakelijke verleden, nevenfuncties en mogelijke belangenconflicten met de uitgevende instelling. Ook de interviews met het management worden doorgaans aan de hand van een gedetailleerde vragenlijst gehouden. De uitgevende instelling dient van haar kant alle opgevraagde informatie te verstrekken en ervoor zorg te dragen dat de leden van het management, en zonodig ook functionarissen uit andere lagen van de organisatie, optimaal beschikbaar zijn voor het beantwoorden van vragen. De lead manager dient de overgelegde informatie met een zeer kritisch oog te bekijken.³⁹ Schiet een van de betrokken partijen in zijn verantwoordelijkheden tekort, dan vormt dit een risico voor de betrouwbaarheid van het prospectus en kan dit gevolgen hebben in de sfeer van de aansprakelijkheid.

36 Voor de juridische duiding van het due diligence onderzoek in het kader van onrechtmatige daad, zie par. 9.6, welke handelt over de *due diligence defence* van de lead manager.

37 Het komt voor dat (een deel van) de uitgevende instelling recentelijk om andere redenen een due diligence onderzoek heeft ondergaan, bijvoorbeeld omdat zij het doelwit is geweest van een overname. Er kan dan reeds een (juridisch) due diligence rapport voorhanden zijn, opgesteld door een advocatenkantoor dat al dan niet bij de beursintroductie is betrokken. De lead manager zal doorgaans kennis nemen van die rapportage. Indien deze van voldoende omvang en kwaliteit is, kan hij de opsteller toestemming vragen om op de rapportage te mogen vertrouwen in het kader van de beursintroductie. Deze toestemming wordt in de praktijk neergelegd in een *reliance letter* van de opsteller aan de lead manager. Indien de opsteller al bereid zou zijn tot het afgeven van een *reliance letter*, zal hij daarin veelal het voorbehoud willen opnemen dat de rapportage (en het daaraan ten grondslag liggende due diligence onderzoek) met het oog op een overname, en niet een beursintroductie heeft plaatsgevonden. Dat doet de vraag rijzen of het due diligence onderzoek in die beide typen transacties substantieel verschilt. Zeer in zijn algemeenheid kan gesteld worden dat het due diligence onderzoek bij een beursintroductie (1) zich qua omvang naast de onderneming ook sterk richt op de directeuren en commissarissen van de uitgevende instelling (professioneel verleden, bezoldiging, potentiële belangenconflicten, privé-transacties met de uitgevende instelling) en (2) zich qua diepgang iets meer op detailniveau zal begeven dan bij een overname. Daarnaast zal de lead manager eerder geneigd zijn te eisen dat bepaalde 'ongerechtigdheden' die door de due diligence aan het licht komen voorafgaand aan het sluiten van de transactie worden 'gerepareerd' dan de koper in een overname. De verklaring van dit verschil ligt in het feit, dat bij een beursintroductie zeer uitvoerige *disclosure* in het prospectus moet plaatsvinden terwijl in geval van een overname vermindering van de koopprijs of contractuele vrijwaring door de *verkopende aandeelhouder(s)* voor potentiële schadeposten soelaas kan bieden. Contractuele vrijwaring door de uitgevende instelling van de lead manager bij een beursintroductie kan wel plaatsvinden in de underwriting agreement, maar beleggers (in de secundaire markt) kunnen niet contractueel worden gevrijwaard. Bovendien vormt een vrijwaring door de *uitgevende instelling* voor haarzelf mogelijk een financiële last in de toekomst.

38 Tenminste dient de questionnaire zo breed en diepgaand te zijn, dat de op het prospectus toepasselijke bijlagen bij de Prospectusverordening daardoor worden gedekt.

39 Dit geldt ook voor bepaalde informatie die afkomstig is van of is goedgekeurd door de accountant of andere experts, zoals is uitgemaakt in HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade (Coop), te bespreken in par. 9.4.

Een apart punt van overweging voor de lead manager is, in hoeverre het verloop, de bestudeerde documentatie en de resultaten van het due diligence onderzoek voorwerp van dossiervorming moeten zijn. Voor beursintroductions aan de markt van Euronext Amsterdam gold tot 1 juli 2005 het Reglement Procedure Beursnotering. Op grond daarvan was de lead manager verplicht tot het uitvoeren van een due diligence onderzoek en tot het bijhouden van een due diligence dossier.⁴⁰ Aan dit dossier werden zeer specifieke eisen gesteld in art. 12.1 RPB:

‘De Sponsor dient met betrekking tot het Due Diligence onderzoek een Due Diligence dossier bij te houden. Uit het Due Diligence dossier dient te blijken dat een Due Diligence onderzoek als bedoeld in artikel 11 is verricht. In het geval bepaalde aspecten als genoemd in Bijlagen B en C niet in het onderzoek zijn betrokken dient uit het Due Diligence dossier te blijken om welke redenen die onderwerpen niet in het onderzoek zijn betrokken. In het Due Diligence dossier dienen alle gegevens en (voor zover mogelijk) stukken te zijn opgenomen die hebben geleid tot of hebben bijgedragen aan de oordeelsvorming van de Sponsor als bedoeld in artikel 11. Voor zover enig stuk niet in het dossier kan worden opgenomen dient een omschrijving van het stuk en een beschrijving van het relevante gedeelte van de inhoud daarvan in het dossier te worden opgenomen.’

Uitgangspunt was dus een zo volledig mogelijke dossiervorming, waarbij vaak ook een zeer uitgebreide schriftelijke rapportage van de diverse adviseurs van de lead manager over hun bevindingen behoorde.⁴¹ Na intrekking van het RPB op 1 juli 2005 is de kwestie van de dossiervorming door technische ontwikkelingen anders komen te liggen. In de meeste gevallen wordt alle due diligence documentatie door de uitgevende instelling gescand en in digitale vorm aan de lead manager en diens adviseurs beschikbaar gesteld op een beveiligde website (elektronische dataroom). De content van deze website kan gemakkelijk worden bewaard, zodat aparte dossiervorming en specifieke regels daarover minder noodzakelijk zijn geworden. Al te uitgebreide schriftelijke rapportage aan de lead manager door diens adviseurs, waarbij alle bestudeerde documenten vaak individueel werden behandeld, is in de praktijk niet meer aan de orde. Vaak wordt volstaan met vermelding van hoofdlijnen en probleempunten. De dossiervorming van de lead manager dient wel zodanig te zijn, dat naderhand kan worden aangetoond dat de verrichte due diligence adequaat is geweest, zodat tegen agerende beleggers een succesvol due diligence verweer kan worden gevoerd.⁴²

Het doel van het due diligence onderzoek is, dat op basis van de resultaten daarvan verificatie van het prospectus kan plaatsvinden en dat mogelijke ‘ongerechtigdheden’ die aan het licht komen zoveel mogelijk voor het sluiten van de transactie kunnen worden geparreerd.

40 Een en ander conform art. 11 en 12 RPB. De in het RPB genoemde Sponsor, die de noteringsaanvraag ondertekent, heet in de huidige reglementen van Euronext Amsterdam de Listing Agent en is vaak dezelfde partij als de lead manager.

41 In de Verenigde Staten gold een geheel andere praktijk. Daar stuurde de lead manager er veelal op aan om uit het due diligence proces niet meer over te houden dan een lijst van opgevraagde en bestudeerde stukken. Dit hield mede verband met het streven om later, in geval van een mogelijke actie van beleggers op grond van misleidende prospectusinformatie, niet in *discovery proceedings* gedwongen te kunnen worden om alle onderliggende stukken van de transactie over te leggen.

42 Vertaald in termen van onrechtmatige daad: een verweer van het ontbreken van toerekenbaarheid, waarvan de bewijslast ex art. 6:195 lid 2 BW op de lead manager zal rusten.

Het prospectus wordt lopende het due diligence onderzoek opgesteld. In vroegere tijden was de lead manager zelf penvoerder, tegenwoordig is het doorgaans de advocaat van de uitgevende instelling die het prospectus opstelt. Dit is in lijn met de uitbreiding en juridisering van de inhoud van het prospectus, waarvan sinds inwerkingtreding van de Prospectusverordening op 1 juli 2005 sprake is. Het past ook in het – na het Coop-arrest⁴³ toegenomen – streven van de lead manager om de verantwoordelijkheid voor het prospectus in de eerste plaats bij de uitgevende instelling zelf te leggen.

3.2.2.6 AFM GOEDKEURINGSFASE; PRE-MARKETING EN ROAD SHOW

Na voltooiing van het concept prospectus wordt dit door de advocaten van de uitgevende instelling ingediend (eerste *filing*) bij de AFM ter goedkeuring uit hoofde van art. 5:9 Wft. Daarbij is de ideale situatie, dat het concept prospectus van de kant van de uitgevende instelling en de lead manager gedurende het goedkeuringsproces geen wijzigingen meer hoeft te ondergaan, teneinde vertraging te voorkomen. Dit kan alleen worden bewerkstelligd, indien (1) alle transactiedocumentatie waarvan de inhoud wordt weergegeven in het prospectus – zoals de underwriting agreement, lock-up regelingen, een mogelijk nieuw in te stellen aandelen- of optieplan – zoveel mogelijk in finale vorm is en (2) het due diligence onderzoek geheel is afgerond, behoudens eventueel noodzakelijke updates (*bring down due diligence*) op een aantal momenten later in het proces. In de praktijk lukt dit niet altijd en moeten bij gelegenheid van de tweede *filing* in sommige gevallen aanvullingen en wijzigingen in het concept prospectus worden aangebracht.

Het goedkeuringsproces bestaat uit het leveren van commentaar door de AFM op het concept prospectus en het verwerken daarvan in een nieuw concept door de opsteller. Dit herhaalt zich doorgaans drie à vier ronden, waarna alle opmerkingen zijn verwerkt en het concept prospectus voor goedkeuring gereed ligt (*informal approval*). Voor iedere ronde van commentaar heeft de AFM bij een vervolgemissie formeel tien werkdagen de tijd, in het geval van een beursintroductie twintig werkdagen.⁴⁴ De AFM spant zich doorgaans in om de formele termijn, met name in de tweede en volgende rondes, niet geheel op te gebruiken. Vervolgens kan formele schriftelijke goedkeuring op afroep worden verkregen, nadat op hoger niveau binnen de AFM het *Approval Committee* hiertoe heeft besloten. In de periode vóór toepassing van de *IPO Roadmap*⁴⁵ nam het goedkeuringsproces vanaf de eerste filing van het concept prospectus tot aan formele goedkeuring door de AFM gemiddeld ca. zes weken in beslag, afhankelijk van de totale werkdruk binnen de desbetreffende afdeling van de AFM en de kwaliteit van het eerste ingediende concept prospectus (*first filing*).

In de AFM goedkeuringsfase vinden diverse activiteiten plaats in de werkstroom marketing en communicatie. De basis wordt gevormd door een presentatie die het management van de uitgevende instelling in samenwerking met de lead manager zeer gedegen voorbereidt en meerdere malen repeteert. In deze

43 HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade (Coop).

44 Dit volgt uit het systeem van art. 5:9a Wft.

45 Zie noot 34 van dit hoofdstuk.

presentatie geeft het management zijn visie, gebaseerd op het business plan, op de vraag waarom beleggers de aandelen zouden kopen (*equity story*). Onder meer de positionering van de uitgevende instelling in de markt, sterke punten ten opzichte van de concurrentie en de vooruitzichten in macro-economisch perspectief komen aan de orde. Rond de datum van de eerste filing van het concept prospectus bij de AFM wordt deze presentatie gegeven aan analisten van het syndicaat (*analyst presentation*), die vervolgens verder onderzoek naar de uitgevende instelling verrichten. Na doorgaans twee à drie weken brengen deze analisten hun *research reports* uit⁴⁶, waarna (1) er vanuit het syndicaat tot ca. veertig dagen na aanvang van de handel geen verdere berichtgeving over de uitgevende instelling wordt gepubliceerd met uitzondering van het prospectus zelf (*black-out period*) en (2) de lead manager, soms vergezeld door leden van het management van de uitgevende instelling, initiële gesprekken met institutionele beleggers aangaat om de belangstelling in de markt te peilen c.q. te genereren (*pre-marketing*).⁴⁷ Wanneer het prospectus eenmaal beschikbaar is, loopt deze pre-marketing fase over in de *road show*. Dat is een periode van ca. twee weken waarin het management van de uitgevende instelling, deze keer met het (doorgaans al door de AFM goedgekeurde) prospectus in de hand, onder begeleiding van de lead manager zijn presentatie geeft aan institutionele beleggers in diverse internationale financiële centra. Het prospectus is in die periode voor particuliere beleggers verkrijgbaar via hun bank of commissionair en via (de website van) de uitgevende instelling.

3.2.2.7 UNDERWRITING AGREEMENT; AGREEMENT AMONG UNDERWRITERS

Idealiter is de underwriting agreement bij het verrichten van de eerste filing van het prospectus bij de AFM uitonderhandeld en in finale vorm. De underwriting agreement wordt doorgaans opgesteld door de advocaten van de lead manager. Aangezien de uitgevende instelling wordt gevraagd om in deze overeenkomst een groot aantal garanties en vrijwaringen aan het syndicaat te geven, vormen de onderhandelingen hierover het gedeelte van de transactie waarin de belangen van beide partijen het duidelijkst met elkaar conflicteren.

Een van de belangrijkste garanties die de uitgevende instelling geeft, is de garantie dat het prospectus juist en volledig is en aan alle inhoudelijke vereisten van de Prospectusverordening voldoet. Gelet op de zeer uitvoerige informatie die het prospectus over de uitgevende instelling bevat, is de reikwijdte van deze garantie dermate breed, dat zij de meeste andere garanties inhoudelijk ‘absorbeert’.⁴⁸ Het heeft voor de uitgevende instelling dan ook niet veel zin om weerstand te bieden aan de wens van de lead manager om zekerheidshalve ook nog op bepaalde feitelijke detailpunten die de toestand van de onderneming betreffen specifieke garanties te verkrijgen.

46 Zie over de rapportage door analisten en hun mogelijke aansprakelijkheid meer uitvoerig par. 13.6.9. Zie eveneens Horsten 2011, p. 414-424; Grundmann-van de Krol 2012, p. 424-426.

47 Zoals reeds werd opgemerkt, is dit toegestaan op grond van de uitzondering op de prospectusplicht vervat in art. 5:3 lid 1(a) Wft.

48 In feite is met het geven van deze garantie ook de juistheid van alle in het prospectus opgenomen financiële informatie gegarandeerd. Niettemin worden op de getrouwheid van de financiële informatie ook nog aparte garanties opgenomen in de underwriting agreement.

In geval van later gebleken onjuistheid of onvolledigheid van het prospectus, gevolgd door een actie van beleggers tegen het syndicaat, zal de uitgevende instelling op basis van de garanties en vrijwaringen in de underwriting agreement jegens het syndicaat schadeplichtig zijn. Aldus bezien bewerkstelligt de underwriting agreement een herverdeling van (prospectus)aansprakelijkheid tussen de uitgevende instelling en het syndicaat. De lead manager die schadeplichtig is jegens beleggers zal zich in voorkomende gevallen echter goed moeten bedenken alvorens zijn schade af te wentelen op de uitgevende instelling. Schadevergoeding die uiteindelijk ten laste van de uitgevende instelling komt, leidt tot waardevermindering van haar aandelen en zal dan ook door beleggers die nog aandelen bezitten worden beschouwd als de spreekwoordelijke ‘sigaar uit eigen doos’.⁴⁹ De lead manager loopt hier een reputationeel risico.

De gekozen underwriting techniek zal in de overeenkomst moeten worden vastgelegd. In het geval van *firm commitment underwriting* zal de underwriting agreement een kooptitel bevatten, in het geval van *standby underwriting* een voorwaardelijke kooptitel.⁵⁰ Tevens worden in de underwriting overeenkomst de afspraken tussen de uitgevende instelling en de lead manager uit de mandaatsbrief uitgewerkt. Een belangrijk onderdeel daarvan betreft de beloning waarop de lead manager aanspraak kan maken. Deze *commission* wordt uitgedrukt in een percentage van de opbrengst van de beursintroductie⁵¹ en is onderverdeeld in (1) een *management commission* die de lead manager ontvangt voor het coördineren van en leiding geven aan het transactieproces, (2) een *underwriting commission* die pro rata wordt verdeeld tussen de leden van het syndicaat al naar gelang de respectievelijke underwriting commitments – en daarmee het marktrisico – die zij op zich hebben genomen en (3) een *selling commission* die ieder syndicaatslid ontvangt voor het aantal door hem geplaatste aandelen.⁵²

Een onderdeel van de underwriting agreement dat steeds vaker tot discussie tussen de uitgevende instelling en de lead manager leidt, is de clausule waarin het toepasselijke nationale recht wordt gekozen en de rechter wordt aangewezen die bevoegd is over eventuele geschillen te oordelen. In vroegere tijden was het gebruikelijk dat bij de introductie van een Nederlandse onderneming op de markt van Euronext Amsterdam de underwriting agreement werd beheerst door Nederlands recht en de Nederlandse rechter als bevoegd werd aangewezen. Met het toenemen van de dominantie van Anglo-Amerikaanse investment banks op de Europese markt wordt door deze partijen steeds vaker toepasselijkheid van Engels recht en bevoegdheid van de Engelse rechter gedicteerd.⁵³ Het vooruitzicht van een mogelijke procedure tegen de lead manager onder Engels recht voor de

49 Deze term wordt in dit verband gebezigd door Jansen, Schreuder & Verhagen 2003, p. 40. Van Solinge 2000, p. 423, spreekt van de aandeelhouder die ‘in zijn eigen voet schiet’ als hij de uitgevende instelling aansprakelijk stelt.

50 Zie voor uitleg van deze beide varianten van underwriting par. 3.2.2.3 sub e.

51 In de Europese kapitaalmarkt zag men van oudsher commissions in de orde van ca. 2 à 3% van de opbrengst. Vanaf 2007 is volgens waarnemers sprake van een stijging tot ca. 3,4% begin 2010. Dit zou deels te verklaren zijn door de hogere risico’s die underwriters lopen door de toegenomen volatiliteit van de markt sinds het uitbreken van de financiële crisis en deels door de steeds uitdijende werklust in verband met het due diligence onderzoek op de uitgevende instelling. Zie Steele & Sher 2011, p. 54.

52 Deze indeling van commissions wordt eveneens gehanteerd in de Amerikaanse kapitaalmarkt. Voor een rekenvoorbeeld, zie Loss & Seligman 2004, p. 83-84.

53 In sommige gevallen wordt toepasselijkheid van het recht van de staat New York en bevoegdheid van de New York courts bedongen.

Engelse rechter is voor een Nederlandse uitgevende instelling nog minder aantrekkelijk dan een procedure in Nederland. Onbekendheid met het Engelse rechtstelsel en de vrees voor hogere kosten spelen hier een rol.

De onderlinge verhouding tussen de leden van het syndicaat wordt veelal geregeld in de *agreement among underwriters*. Daarin wordt onder meer overeengekomen dat de underwriters hun respectievelijke underwriting commitments, zoals bepaald in de underwriting agreement, zullen nakomen; dat de publiciteit met betrekking tot de transactie zal worden verzorgd door de lead manager; dat de lead manager bevoegd is de andere underwriters in alle aangelegenheden betreffende de transactie te vertegenwoordigen; en dat in geval van aansprakelijkstelling van een of meer underwriters, deze door de overige underwriters zullen worden gevrijwaard en schadeloos gesteld naar rato van hun respectievelijke underwriting commitments.

Een belangrijke afspraak die veelal zowel in de underwriting agreement als in de agreement among underwriters wordt gemaakt betreft de onverhoopte situatie dat een of meer van de underwriters niet in staat blijken te zijn hun underwriting commitment(s) na te komen en het overeengekomen aantal aandelen af te nemen. Doorgaans wordt, voor het geval dit aantal 15% of *minder* van de totale plaatsing bedraagt, overeengekomen dat de betreffende underwriting commitment(s) door de overige underwriters proportioneel worden overgenomen en de betreffende aandelen door hen alsnog worden geplaatst. Indien een of meer underwriters gezamenlijk *meer* dan 15% van de totale plaatsing niet kunnen afnemen, kan iedere underwriter zijn underwriting commitment beëindigen. Ook kan in dat geval de lead manager namens het gehele syndicaat de underwriting agreement met de uitgevende instelling beëindigen. De transactie vindt dan geen doorgang.

3.2.2.8 VAN GOEDKEURING PROSPECTUS TOT CLOSING

Nadat alle door de AFM gemaakte opmerkingen over de inhoud van het prospectus naar behoren zijn verwerkt, geeft de AFM het certificaat van goedkeuring af aan de uitgevende instelling.⁵⁴ In veel gevallen wordt goedkeuring verleend op het prospectus waarin de definitieve prijs en het aantal te plaatsen effecten nog niet zijn vermeld. Wel vermeldt het prospectus vaak een bandbreedte (*price range*) waarbinnen de uiteindelijke prijs per aandeel zal worden vastgesteld alsmede een maximum aantal te plaatsen aandelen. De definitieve prijs en het aantal te plaatsen aandelen worden door de lead manager en de uitgevende instelling eerst na afsluiting van de aanbidding bepaald op basis van de resultaten van het book-building proces, dat na goedkeuring van het prospectus van start gaat. Deze gegevens kunnen dan alsnog bij de AFM worden gedeponereerd op grond van art. 5:18 lid 1 en 2 Wft (*pricing statement*).

54 De goedkeuring wordt gegeven op de definitieve tekst van het prospectus in pdf-vorm, zodat later geen misverstand kan ontstaan over de versie waarvoor de goedkeuring geldt. De vorm en inhoud van het gepubliceerde prospectus dienen *geheel* overeen te stemmen met deze goedgekeurde pdf (art. 5:21 lid 5 Wft). Een besluit van de AFM tot het al dan niet goedkeuren van het prospectus is een besluit in de zin van art. 1:3 Awb. De gebruikelijke rechtsmiddelen van bezwaar bij het betrokken bestuursorgaan zelf (art. 7:1 Awb) gevolgd door beroep bij de rechtbank (art. 8:1 Awb) gelden echter niet. Rechtstreeks belanghebbenden als bedoeld in art. 1:2 lid 1 Awb kunnen, zonder eerst bezwaar te hoeven maken, direct beroep instellen bij het College van Beroep voor het bedrijfsleven ex art. 1:110 Wft.

Na goedkeuring door de AFM wordt het prospectus algemeen verkrijgbaar gesteld, doorgaans in de vorm van gedrukte exemplaren en door plaatsing op de websites van de uitgevende instelling en van Euronext Amsterdam. Plaatsing op de website van de lead manager behoort tot de mogelijkheden, maar vindt in de praktijk doorgaans niet plaats.⁵⁵ Op de website van de AFM wordt in het register van goedgekeurde prospectussen⁵⁶ het prospectus zelf of een hyperlink naar het document opgenomen.

Gewapend met het goedgekeurde prospectus gaan het management van de uitgevende instelling en de lead manager ca. twee weken op *road show*.⁵⁷ De uitgevende instelling presenteert zich dan in diverse internationale financiële centra aan institutionele beleggers. In die periode wordt inschrijving op de aandelen opengesteld door middel van advertenties. Nadat aan het eind van de road show de inschrijvingsperiode eindigt en het ‘boek’ wordt gesloten, wordt aan de hand van het aantal inschrijvingen bepaald hoeveel aandelen er zullen worden geplaatst en wat de prijs per aandeel zal zijn. Nadat de onderwriting agreement met die gegevens is gecompleteerd, wordt deze buiten beursuren door de uitgevende instelling, de verkopende aandeelhouders en de lead manager ondertekend en vindt toewijzing van de aandelen aan beleggers plaats. Deze toewijzing wordt doorgaans civielrechtelijk gezien als het moment van totstandkoming van een bindende koopovereenkomst tussen de uitgevende instelling en de beleggers c.q. de lead manager.⁵⁸ Deze koopovereenkomst, gevolgd door de levering van aandelen ter uitvoering daarvan, wordt wel aangeduid als de *primaire markttransactie*.⁵⁹

Op de eerste beursdag na ondertekening van de onderwriting agreement en toewijzing van de aandelen wordt de noteringsovereenkomst tussen Euronext Amsterdam en de uitgevende instelling ondertekend en gaat de beurshandel in de aandelen van start op *as-if-and-when-issued*-basis.⁶⁰ Deze a.i.w.-handel vindt plaats in nog niet uitgegeven en geleverde aandelen en duurt doorgaans drie dagen, die gebruikt worden om beleggers die hebben ingeschreven de gelegenheid

55 De toegestane publicatiemethoden worden gegeven in art. 5:21 lid 3 Wft. Sinds implementatie van de Eerste Wijzigingsrichtlijn prospectus 2010/73 per 1 juli 2012 is gebruik van een van de elektronische publicatiemethoden verplicht.

56 http://www.afm.nl/professionals/registers/goedgekeurde_prospectussen

57 Vaak wordt voorafgaand aan de road show al met gekwalificeerde beleggers in de aanbiedings sfeer gesproken op basis van de uitzondering op de prospectusplicht vervat in art. 5:3 lid 1(a) Wft. Zie ook hierboven par. 3.2.2.3 sub c.

58 Voor een civielrechtelijke analyse van het totstandkomingsproces van deze koopovereenkomst in het kader van boekbuilding, zie Franx 2005, par. 2 en Van der Pauw & Stevens 1999. Deze auteurs kwalificeren het (voorlopig) prospectus civielrechtelijk als een *uitnodiging* tot het doen van een aanbod. Timmerman stelt dat het prospectus een aanbod *kan* inhouden, maar dat zulks niet het geval *hoeft* te zijn. Hij kwalificeert het formulier dat zich soms los in het prospectus bevindt en waarmee de belegger kan inschrijven op de aandelen als het aanbod of de uitnodiging tot het doen van een aanbod. Zie Timmerman 1996, par. 7.

59 In de (ook door mij gehuldigde) ruime opvatting van ‘primaire markt’ in de context van een beursintroductie omvat deze niet alleen door de uitgevende instelling nieuw uitgegeven aandelen, maar ook bestaande aandelen die door zittende aandeelhouders worden herplaatst. Volgens een meer beperkte opvatting omvat de primaire markttransactie uitsluitend de uitgifte van nieuwe aandelen. Kristen 2004, p. 881-882, zet beide opvattingen met uitvoerige bronverwijzingen tegenover elkaar. Schreuder 2010, p. 563-565, knoopt aan bij de Vrijstellingsregeling Wft en de Prospectusrichtlijn en komt, als ik het goed zie, ook uit op een ruime opvatting.

60 Overigens wordt de noteringsaanvraag door de *listing agent* (veelal dezelfde partij als de lead manager) vaak zo laat mogelijk, dus op de dag van aanvang van de beurshandel, formeel ingediend. Daarmee wordt vermeden dat de regels van de Verordening Marktmissbruik voortijdig van toepassing worden op de uitgevende instelling. De reikwijdte van meerdere van deze regels wordt immers bepaald door art. 2 lid 1 Verordening Marktmissbruik, dat aanknoopt bij financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de handel op (o.m.) een gereguleerde markt of een MTF dan wel waarvoor toelating tot die handel is *aangevraagd*.

te geven de betreffende gelden aan de lead manager ter beschikking te stellen. Mochten er tijdens de a.i.w.-handel alsnog omstandigheden opkomen, waardoor de transactie geen doorgang kan vinden, dan worden alle beurstransacties uit die periode door Euronext Amsterdam teruggedraaid. Bij dergelijke omstandigheden dient met name te worden gedacht aan zwaar weer op de financiële markten of acute verslechtering van de positie van de uitgevende instelling in vergelijking met de omschrijving daarvan in het prospectus. Voor dergelijke situaties geeft de underwriting agreement aan de lead manager doorgaans tot aan *closing* het recht de overeenkomst te beëindigen en de transactie te annuleren.

Na ommekomst van deze drie dagen vinden uitgifte en levering van de aandelen tegen betaling aan de uitgevende instelling plaats (*first closing* en *settlement*). Daarna heeft de lead manager in het kader van zijn stabilisatie-activiteiten doorgaans nog dertig dagen de gelegenheid om de eerder genoemde *overallotment-* of *greenshoe optie* uit te oefenen, indien mocht blijken dat sprake is van een te sterke koersstijging doordat de vraag het aanbod in de markt substantieel overtreft. Mogelijke uitgifte en/of levering van extra aandelen onder deze optie tegen betaling aan de uitgevende instelling en/of de verkopende aandeelhouders wordt wel aangeduid met *second closing*. Op de datum van iedere closing geven de advocaten van beide partijen *legal opinions* af aan de lead manager, waarin kort gezegd wordt bevestigd dat de aandelen geldig zijn uitgegeven en geleverd en dat aan alle toepasselijke wettelijke bepalingen is voldaan.

Wanneer zich tussen het tijdstip van goedkeuring van het prospectus door de AFM en het tijdstip waarop (in het geval van een beursintroduktie) de beurshandel een aanvang neemt een belangrijke nieuwe ontwikkeling voordoet of wanneer een materiële vergissing of onjuistheid in het prospectus wordt geconstateerd, is de uitgevende instelling verplicht een aanvullend prospectus op te stellen uit hoofde van art. 5:23 lid 1 Wft.⁶¹ Een aanvullend prospectus behoeft voorafgaande goedkeuring door de AFM. Beleggers hebben gedurende twee werkdagen na publicatie van het aanvullend prospectus het recht hun inschrijving te herroepen of een mogelijke tot stand gekomen koopovereenkomst te ontbinden uit hoofde van art. 5:23 lid 6 Wft. Het ontbindingsrecht van beleggers kan het boekbuilding proces en mogelijk ook de aanvang van de handel in de nieuwe aandelen compliceren.⁶² In dit opzicht is de transactie na goedkeuring van het prospectus door de AFM derhalve kwetsbaar.

61 Ook mogelijke publiciteit die buiten het prospectus om wordt gegeven en inhoudelijk van het prospectus afwijkt kan aanleiding vormen tot het uitbrengen van een aanvullend prospectus. Onder meer om dit te vermijden is het van belang dat alle informatie die in de periode rond de aanbieder van de uitgevende instelling uitgaat, wordt gecoördineerd en inhoudelijk wordt gescreend (doorgaans door de marketing- en communicatieafdeling bijgestaan door juristen). Daartoe stelt de advocaat van de uitgevende instelling aan het begin van het transactieproces *publicity guidelines* op, waaraan alle partijen zich moeten houden. Meer uitvoerig over deze *publicity guidelines*: Horsten 2011, p. 399-413.

62 Een en ander zoals uiteengezet in Franx 2005, waarin nog wel wordt uitgegaan van het vóór 1 juli 2005 gangbare voorlopige prospectus (*red herring*). Het voorlopig prospectus is in Nederlandse kapitaalmarkttransacties niet gebruikelijk meer. Het is vervangen door de techniek van een goedgekeurd definitief prospectus zonder vermelding van prijs en aantal aandelen, die later wordt aangevuld door de al eerder in deze paragraaf genoemde *pricing statement* ex art. 5:18 lid 1 en 2 Wft.

3.3 Invloed transactieproces op aansprakelijkheid

Nu in par. 3.2.2 het transactieproces van een beursintrodactie op hoofdlijnen is beschreven, dient de koppeling te worden gemaakt met het kader van dit onderzoek. Dat kader is de aansprakelijkheid voor een misleidend prospectus. Het prospectus komt in het transactieproces tot stand. Een aanzienlijk aantal partijen is bij de voorbereiding en opstelling ervan betrokken. Onderzocht dient te worden welk handelen of nalaten en welke overige elementen van het transactieproces bepalend zijn voor aansprakelijkheidsvragen die zich naderhand kunnen voordoen met betrekking tot het prospectus, mocht dit misleidend blijken te zijn. Een dergelijk onderzoek vormt niet alleen nuttig grondwerk voor de volgende hoofdstukken, maar kan ook dienstdoen als *caveat* voor de emissiepraktijk. Daartoe zal in deze paragraaf een aantal elementen van het transactieproces en de rol die de voornaamste betrokkenen daarin spelen worden belicht. Telkens wordt de koppeling naar mogelijke aansprakelijkheid voor het prospectus gemaakt. Uitwerking van het aansprakelijkheidsvraagstuk vindt plaats in de delen II en III van dit onderzoek. Het doel van deze paragraaf is in het bijzonder het aangeven van het *verband* tussen praktijk en recht.

3.3.1 *Invloed van de plaatsingsstructuur*

Eerder in dit hoofdstuk zijn de verschillende elementen van de plaatsingsstructuur uiteengezet ten aanzien waarvan de uitgevende instelling en de lead manager keuzes moeten maken.⁶³ Enkele van deze elementen kunnen later bepalend zijn voor de context van mogelijke aansprakelijkheid voor de inhoud van het prospectus. Daarbij gaat het met name om de elementen (a) emissie, herplaatsing of technische notering, (c) plaatsing bij gekwalificeerde en/of particuliere beleggers, (d) de landen waarin effecten worden geplaatst en (e) onderwriting techniek (overgenomen emissie, gegarandeerde emissie of best efforts plaatsing).

Ad a. Emissie, herplaatsing of technische notering. In par. 3.2.2.3 sub a zijn de drie vormen uiteengezet waarin een beursintrodactie kan worden gegoten, te weten introductie door emissie, door herplaatsing en door een technische notering. Indien de beursintrodactie plaatsvindt door emissie van nieuwe aandelen en/of herplaatsing van bestaande aandelen bij nieuwe beleggers, is zonder twijfel sprake van ‘verkoopbevordering’ in de zin van art. 6:193a sub d BW en kwalificeert het prospectus daarmee als ‘handelspraktijk’. Eveneens lijkt sprake te zijn van het ‘aanbieden van goederen’ in de zin van art. 6:194 BW. Daarmee is in die beide gevallen de toepasselijkheid van de bijzondere regeling van afdeling 6.3.3A BW dan wel afdeling 6.3.4 BW op het prospectus in beginsel gegeven. Een beursintrodactie kan echter ook worden bewerkstelligd door te volstaan met het aanvragen van toelating tot de handel van de uitstaande aandelen van de uitgevende instelling, zonder dat sprake is van enige vorm van verkoop aan of plaatsing bij beleggers (‘introdactie door verhandeling’ of ‘technische notering’). De aandeelhouders na beursintrodactie zijn dan exact dezelfde partijen, elk voor hetzelfde aantal aandelen (behoudens splitsing in kleinere coupures) als voorafgaand aan de introductie. In dat geval rijst de vraag of sprake is van een (rechtstreeks) ver-

63 Zie par. 3.2.2.3.

band met ‘verkoopbevordering, verkoop of levering’ in de zin van art. 6:193a sub d BW dan wel van het ‘aanbieden’ van goederen in de zin van art. 6:194 BW. Op deze vraag zal worden ingegaan bij het behandelen van de aansprakelijkheidspositie van de listing agent, die ook bij een technische notering de noteringsaanvraag bij Euronext Amsterdam indient.⁶⁴ In geval van niet-toepasselijkheid van art. 6:193a/194 BW, zullen agerende beleggers zowel jegens de uitgevende instelling als de listing agent hun toevlucht moeten nemen tot de algemene onrechtmatige daadsactie van art. 6:162 BW, zonder gebruik te kunnen maken van de dubbele omkering van de bewijslast waarin de bijzondere regeling voorziet.

Ad c. Plaatsing bij gekwalificeerde en/of particuliere beleggers. Bij een beursintroductie worden in het kader van de primaire markttransactie in de regel altijd aandelen bij gekwalificeerde beleggers geplaatst. In sommige gevallen is daarnaast ook sprake van plaatsing van aandelen bij particuliere beleggers. Plaatsing bij uitsluitend particuliere beleggers in het kader van een beursintroductie komt in de praktijk weinig voor.⁶⁵ Het is voor de uitgevende instelling om diverse redenen van belang om na beursintroductie een aantal gekwalificeerde beleggers onder haar aandeelhouders te hebben.⁶⁶ De keuze om de plaatsing al dan niet uit te breiden tot particuliere beleggers heeft gevolgen voor het toepasselijke aansprakelijkheidsregime. Wanneer uitsluitend aandelen bij gekwalificeerde beleggers worden geplaatst, wordt delictuele aansprakelijkheid voor de inhoud van het prospectus als gevolg van de *primaire* markttransactie uitsluitend beheerst door afdeling 6.3.4 BW. Afdeling 6.3.3A BW komt dan pas in beeld nadat gekwalificeerde beleggers aandelen in de *secundaire* markt hebben doorverkocht aan particuliere beleggers. Naarmate dit langer na de beursintroductie plaatsvindt en het prospectus zijn actualiteitswaarde heeft verloren, zal het voor een instappende belegger moeilijker zijn om causaal verband aan te tonen tussen de mededelingen in het prospectus en zijn beleggingsbeslissing. Indien echter al in de *primaire* markttransactie aandelen bij particuliere beleggers worden geplaatst, is op mogelijke aansprakelijkheid jegens hen afdeling 6.3.3A BW van meet af aan van toepassing.

Ad d. Landen waarin effecten worden geplaatst. De keuze van de landen waarin beleggers worden benaderd en aandelen worden geplaatst is van belang voor de vraag welk nationaal recht van toepassing is op een mogelijke vordering van beleggers tegen de lead manager en/of de uitgevende instelling op grond van een misleidend prospectus. De hiermee samenhangende vragen van internationaal privaatrecht vallen buiten het bestek van dit onderzoek. Verwezen wordt naar de dissertatie van Arons, die een apart hoofdstuk wijdt aan de van toepassing zijnde conflictenrechtelijke verwijzingsregels.⁶⁷

Ad e. Underwriting techniek. De keuze van de underwriting techniek heeft met name consequenties voor de lijnen waarlangs mogelijke contractuele aansprakelijkheid jegens beleggers in de primaire markttransactie lopen. Bij een overgenomen emissie kopen beleggers in de primaire markt de effecten van het

64 Zie par. 13.6.3.

65 Tenzij noodgedwongen bij kleinere emissies door kleinere uitgevende instellingen (bijv. op alternatieve beurzen zoals Alternext), omdat zij buiten de beleggingscriteria van gekwalificeerde beleggers vallen. Het beleid van gekwalificeerde beleggers om niet in kleinere ondernemingen te investeren is overigens niet bevorderlijk voor MKB-ondernemingen met groeipotentieel, die toch de kraamkamer van de economie vormen.

66 Voor de achtergrond daarvan wordt verwezen naar par. 3.2.2.3 sub c.

67 Arons 2012, hoofdstuk 9.

syndicaat, dat de effecten eerst zelf verwerft van de uitgevende instelling. In geval van een gegarandeerde emissie en een best efforts plaatsing kopen beleggers rechtstreeks van de uitgevende instelling. De keuze van de onderwriting variant bepaalt dus tot welke wederpartij beleggers in de primaire markt zich moeten wenden, mochten zij hun schade als gevolg van misleiding langs contractuele weg willen verhalen. Op de mogelijke aansprakelijkheid van diverse betrokken partijen op grond van onrechtmatige daad heeft deze keuze geen invloed.

3.3.2 *Wie brengt het prospectus uit?*

De vraag wie het prospectus feitelijk uitbrengt of publiceert is in hoge mate bepalend voor de vraag tegen wie beleggers een actie onder het bijzondere regime van afdeling 6.3.3A of 6.3.4 BW kunnen richten. Immers, uit art. 6:193a sub d en 6:193b BW volgt, dat slechts de ‘pleger’ van de oneerlijke handelspraktijk kan worden aangesproken. Aansprakelijkstelling op grond van art. 6:194 BW kan slechts plaatsvinden ten aanzien van degene die in het kader van een gedane aanbieding misleidende mededelingen openbaar maakt of laat openbaar maken. Degenen die het prospectus publiceren of laten publiceren (allereerst de uitgevende instelling en de lead manager) vallen in ieder geval onder het bereik van deze bepalingen.

Naast de uitgevende instelling en de lead manager spelen meerdere partijen een rol in het transactieproces. Sommige daarvan zijn betrokken bij de publicatie van het prospectus (of doen daarbuiten bepaalde mededelingen in het kader van de transactie) en betreden daarmee mogelijk het toepassingsgebied van de afdelingen 6.3.3A en 6.3.4 BW. Gedacht kan onder meer worden aan co-managers die deel uitmaken van het syndicaat, verkopende aandeelhouders en bestuurders van de uitgevende instelling. Niet het aanbieden van de aandelen op zich, maar het uitbrengen van een misleidend prospectus constitueert een oneerlijke handelspraktijk onder art. 6:193a BW of het doen van een misleidende mededeling onder art. 6:194 BW. De vraag of een partij deelneemt aan opstelling, publicatie en distributie van het prospectus is een vraag van feitelijke aard, die zal moeten worden beoordeeld aan de hand van de concrete handelingen die de betrokkene in het kader van de transactie heeft verricht. Deze beoordeling zal met betrekking tot de belangrijkste partijen die betrokken zijn bij een emissie of beursgang in deel II van deze studie aan de orde komen.⁶⁸

3.3.3 *Wie stelt het prospectus op?*

Eerder in dit hoofdstuk is aan de hand van een schematische weergave de projectorganisatie rond een beursintroductie uiteengezet.⁶⁹ Daar is gebleken dat de inhoudelijke opstelling van het prospectus doorgaans zijn beslag krijgt in een werkgroep, waarin vertegenwoordigers en adviseurs van de uitgevende instelling en de lead manager zitting hebben. Het prospectus komt in de praktijk mede tot stand op basis van gedachtewisseling in deze werkgroep, die plaatsvindt tijdens meerdere *drafting sessions*. De vertegenwoordigers van de uitgevende instelling

⁶⁸ En wel in hoofdstuk 13, waar in par. 13.6.1 t/m 13.6.10 de mogelijke aansprakelijkheid ex art. 6:193a/194 BW van elf betrokken marktpartijen systematisch wordt geanalyseerd.

⁶⁹ Zie par. 3.2.2.4 en Bijlage 1.

en de lead manager hebben in deze sessies vaak een doorslaggevende stem. In die zin is hun inbreng ‘geheel of ten dele bepalend voor inhoud en inkleding’ van het prospectus in de zin van art. 6:195 lid 1 en 2 BW en ontstaat de mogelijkheid voor de belegger die ageert onder afdeling 6.3.4 BW om gebruik te maken van de dubbele bewijslastomkering. Externe adviseurs die zitting hebben in de prospectuswerkgroep hebben doorgaans een adviserende stem.

3.3.4 *Wie is verantwoordelijk voor het prospectus?*

In het systeem van Prospectusrichtlijn 2003/71/EG moeten de personen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus verstrekte informatie daarin worden vermeld en moet van hen een verklaring worden opgenomen dat, voor zover hen bekend is, de gegevens in het prospectus (kort gezegd) juist en volledig zijn.⁷⁰ In elk door de AFM goedgekeurd prospectus moet deze inhoudelijke verantwoordelijkheid dus zijn opgenomen. Het gaat hier om een *formele verantwoordelijkheid*, die (althans in de Nederlandse praktijk) in de regel geheel op het bordje van de uitgevende instelling zelf wordt geschoven en in dat geval weinig toevoegt aan de aansprakelijkheid die toch al op de uitgevende instelling als openbaarmaker in de zin van art. 6:194 BW of als handelaar in de zin van art. 6:193a-b BW rust.

Bezien wij de projectorganisatie van een beursintrodactie, zoals deze in *Bijlage 1* schematisch is weergegeven,⁷¹ dan blijkt dat de *inhoudelijke betrokkenheid* bij het prospectus genuanceerder ligt. Bij het bepalen van de *inhoud* van het prospectus zijn in de eerste plaats de vertegenwoordigers van de uitgevende instelling in de prospectuswerkgroep betrokken. Zij zitten zo dicht op het *drafting process*, dat zij in een positie zijn om onjuistheden en onvolledigheden ter plekke te verhelpen. Zij behoren over een belangrijk deel van de daarvoor benodigde kennis van de uitgevende instelling te beschikken. Voor zover dat niet het geval is, behoren zij de medewerkers van de uitgevende instelling die de betreffende kennis wel hebben bij het proces te betrekken. Ook andere partijen, zoals externe adviseurs, zijn vaak vertegenwoordigd in de prospectuswerkgroep. De vraag in hoeverre feitelijke betrokkenheid bij het opstellen van het prospectus tot verantwoordelijkheid en mogelijk tot aansprakelijkheid kan leiden komt hieronder meer uitgebreid aan de orde.⁷²

3.3.5 *Invloed van het due diligence onderzoek*

De wijze waarop het due diligence onderzoek wordt verricht door de lead manager, bijgestaan door zijn adviseurs, kan van grote invloed zijn op diens mogelijke aansprakelijkheid voor misleidende prospectusinformatie. Kort gezegd kan de lead manager in het due diligence proces twee cruciale fouten maken: (1) hij vraagt onvoldoende informatie op (*omvang* van de due diligence); (2) hij stelt zich onvoldoende onafhankelijk van de uitgevende instelling op en vraagt daarom onvoldoende *dóór* (*diepgang* van de due diligence). In beide gevallen loopt de lead manager het risico dat hij later niet het verweer kan voeren dat misleiden-

70 Art. 6 Prospectusrichtlijn jo. Prospectusverordening 809/2004/EG, Bijlage I sub 1.1 en 1.2.

71 Zie onder Bijlagen, Bijlage 1.

72 Zie i.h.b. par. 5.5.5.3 en par. 13.2.

de mededelingen in het prospectus hem niet als onrechtmatige daad kunnen worden toegerekend. Hij verliest daarmee de zo genoemde *due diligence defence*.

3.3.6 *Invloed van marketing en communicatie*

Uit hoofde van art. 5:20 lid 2 en 3 Wft dienen alle presentaties die het management geeft, ongeacht de fase in het transactieproces, overeen te stemmen met het prospectus en geen essentiële informatie te bevatten die niet ook in het prospectus staat. Hetzelfde geldt voor de diverse advertenties en persberichten die in de loop van het transactieproces, doorgaans gecoördineerd door de lead manager, worden uitgebracht. Mocht een presentatie, advertentie, persbericht of anderzootige mededeling op materiële onderdelen niet aan de criteria van art. 5:20 lid 2 en 3 Wft voldoen, dan ontstaat mogelijk de verplichting voor de uitgevende instelling ex art. 5:23 Wft om een aanvullend prospectus te publiceren. Een vervelende bijkomstigheid daarvan is, dat beleggers daarna het recht hebben hun inschrijvingen te herroepen.⁷³

Presentaties, advertenties en persberichten met betrekking tot de voorgenomen beursintrodactie of emissie bergen in beginsel een element van verkoopbevordering in zich. Veelal zullen zij kwalificeren als handelspraktijken in de zin van art. 6:193a sub d BW dan wel als mededelingen in de zin van art. 6:194 BW. Op mogelijke aansprakelijkheid is dan het bijzondere regime van de afdelingen 6.3.3A en 6.3.4 BW van toepassing. Op de verhouding tussen de effectenrechtelijke bepalingen van art. 5:20 en 5:23 Wft in verhouding tot de Wet OHP/MVR zal in het onderstaande nader worden ingegaan.⁷⁴

⁷³ Zulks uit hoofde van art. 5:23 lid 6 Wft. Zie ook par. 3.2.2.8.

⁷⁴ Zie par. 12.4 en 12.5.

4.1 Inleiding

De regels met betrekking tot de opstelling, goedkeuring en verspreiding van het prospectus zijn op nationaal niveau neergelegd in het publiekrecht, in het bijzonder in de Wft. Het is van belang dat tussen de regels van het publiekrecht en het privaatrecht een zekere synergie bestaat. Deze synergie is in bredere zin door enkele auteurs bepleit voor het gehele financiële toezichtrecht. De wijze waarop een dergelijke synergie kan worden bereikt zal worden onderzocht in par. 4.2.

Omdat veel publiekrechtelijke regels van het toezichtrecht, waaronder de regels inzake het prospectus, afkomstig zijn van Europese richtlijnen, is ook de doorwerking van die richtlijnen in het nationale recht relevant. Dat geldt in het bijzonder wanneer richtlijnen gebrekkig zijn omgezet in nationaal recht. De verschillende wijzen waarop het Europese Unierecht, in het bijzonder het richtlijnenrecht, kan doorwerken in het nationale recht worden behandeld in par. 4.3. De behandeling zal telkens zoveel mogelijk worden toegespitst op prospectusaansprakelijkheid.

4.2 Doorwerking van nationaal publiekrecht

Prospectusaansprakelijkheid is een privaatrechtelijk leerstuk. Aansprakelijkheid voor een misleidend prospectus kan zowel contractueel als langs de weg van onrechtmatige daad worden geconstrueerd. Dit betekent echter niet, dat het publiekrecht voor het onderwerp geen betekenis zou hebben. Zowel de prospectusplicht¹ als de verplichting om bepaalde (minimum) informatie in het prospectus op te nemen² zijn vervat in publiekrechtelijke normen. Prospectus en prospectusplicht kunnen worden gezien als instrumenten van beleggersbescherming. Prospectusaansprakelijkheid is van deze bescherming het noodzakelijke sluitstuk. Publiekrechtelijke en privaatrechtelijke regels dienen in deze dus hetzelfde doel, te weten bescherming van de belegger.

Door A.H. en M. Scheltema is in hun preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht in de meer algemene context van het financiële toezichtrecht even-

1 Art. 3 lid 1 en 3 Prospectusrichtlijn 2003/71; art. 5:2 Wft.

2 Art. 5 en 7 Prospectusrichtlijn 2003/71; art. 5:13 Wft; art. 3 t/m 23 Prospectusverordening 809/2004.

eens erop gewezen, dat bestuursrecht en privaatrecht beide noodzakelijke componenten van het systeem van beleggersbescherming zijn. Bestuursrechtelijke handhaving vindt plaats door middel van punitieve sancties (bestuurlijke boete) en herstelsancties (bijv. bestuursdwang), maar via het bestuursrecht kan de geëedeerde niet zijn individuele schade vergoed krijgen. Dat kan via het privaatrecht, dat met herstelsancties werkt. Publiekrechtelijke en privaatrechtelijke handhavingsmechanismen kunnen elkaar versterken. Om tot optimale resultaten te komen is synergie tussen bestuursrecht en privaatrecht nodig. Met andere woorden: de relevante normen in beide rechtsgebieden moeten op elkaar worden afgestemd.³

Een dergelijke synergie kan *grosso modo* langs twee wegen worden bereikt.⁴ De eerste manier is het herhalen of herformuleren van een privaatrechtelijke norm in een bestuursrechtelijke wet en deze vervolgens versterken met een bestuursrechtelijke sanctie, bijvoorbeeld een boete. Als voorbeeld kan de verplichting tot zorgvuldige dienstverlening van beleggingsondernemingen jegens hun cliënten – ofwel de zorgplicht – worden genoemd. In deze zorgplicht wordt op zichzelf al voorzien door art. 7:401 BW, dat de opdrachtnemer ertoe verplicht om bij zijn werkzaamheden ‘de zorg van een goed opdrachtnemer’ in acht te nemen. In de Wft en lagere regelgeving wordt deze zorgplicht herhaald en tot in detail uitgewerkt in een aantal daaruit voortvloeiende, zeer specifieke verplichtingen. Daartoe behoren de verplichting om aan de cliënt bepaalde informatie te verstrekken⁵, in bepaalde gevallen informatie over de cliënt in te winnen (*know your customer*)⁶, een cliëntendossier aan te leggen⁷ en een schriftelijke overeenkomst met de cliënt te sluiten.⁸ Tegen deze methode van afstemming tussen publiekrecht en privaatrecht zijn de nodige bezwaren in te brengen.⁹ Toch is een belangrijk deelgebied van de voor prospectusaansprakelijkheid relevante privaatrechte-

3 Scheltema & Scheltema 2009, p. 45 en p. 60. Afgezien van een effectieve beleggersbescherming, is een zekere synergie tussen publiekrecht en privaatrecht ook wenselijk vanuit een algemeen rechtssystematisch oogpunt.

4 Scheltema & Scheltema 2009, p. 60.

5 Art. 4:19-22 Wft; art. 49-80 BGfo Wft.

6 Art. 4:23-24 Wft; art. 80a-d BGfo Wft.

7 Art. 4:89 lid 1 Wft.

8 Art. 4:89 lid 2 Wft. Voornoemde concrete verplichtingen vloeien voort uit de MiFID, die in de Wft is geïmplementeerd.

9 Eisma spreekt van het ‘plagiëren’ van privaatrechtelijke regels in het bestuursrecht, hetgeen als onmiskenbaar bezwaar heeft dat nuances en subtiliteiten verloren gaan. Veel regels van burgerlijk recht worden in concrete omstandigheden gecorrigeerd door de redelijkheid en billijkheid. De Wft schrijft alleen de regel over, maar neemt niet het correctiemechanisme mee, waardoor ongewenste ‘distorsies’ ontstaan. Ook wijst hij op de mogelijkheid van uiteenlopende interpretatie door de burgerlijke rechter en de bestuursrechter. Zie Eisma 2007, p. 29. A.H. en M. Scheltema hebben ‘ernstige bezwaren’ tegen de genoemde methode. Zij richten zich in het bijzonder op de rechtsverhouding tussen beleggingsonderneming en cliënt en stellen dat de privaatrechtelijke normen die deze verhouding beheersen een complex van regels vormen die deel uitmaken van het systeem van het BW. Binnen dat systeem gelden steeds de algemene regels van redelijkheid en billijkheid en maatschappelijke zorgvuldigheid. Vertaling van dit gehele complex van regels in bestuursrechtelijke voorschriften is onmogelijk. Bovendien zijn veel van deze privaatrechtelijke normen onvoldoende duidelijk en precies om met bestuursrechtelijke sancties te worden gehandhaafd, hetgeen op gespannen voet staat met de rechtszekerheid. Zie Scheltema & Scheltema 2009, p. 62-64. Grundmann-van de Krol noemt soortgelijke bezwaren als Eisma en A.H. en M. Scheltema. Tevens wijst zij op de mogelijkheid van ‘*moral risk*’ of ‘*moral hazard*’ bij de belegger in geval van dubbele (i.e. privaatrechtelijke en publiekrechtelijke) normstelling en handhaving. Daaronder wordt verstaan een afnemende ‘*diligentia*’ en verantwoordelijkheidszin alsmede de neiging om extra risico’s te nemen, ervan uitgaande dat eventuele financiële problemen afgewenteld kunnen worden op zijn wederpartij, de beleggingsonderneming. In haar Tilburgse oratie noemt zij de toegenomen kans op civielrechtelijke aansprakelijkheid wegens falend toezicht en reputatieschade van de toezichthouder, die voortaan ook normen zal moeten handhaven die zien op de besloten contractuele relatie tussen de beleggingsonderneming en haar cliënten. Zie voor dit alles Grundmann-van de Krol 2002, p. 13-14 en Grundmann-van de Krol 2012, p. 606.

lijke regelgeving, te weten de Wet OHP (afdeling 6.3.3A BW), op deze wijze met publiekrechtelijke sancties versterkt. Art. 8.8 Whc bepaalt namelijk als volgt:

Art. 8.8

Een handelaar neemt de bepalingen van afdeling 3A van Titel 3 van Boek 6 van het Burgerlijk Wetboek in acht.

In aansluiting daarop bepaalt art. 3.4 lid 3 Whc dat de AFM, in geval van overtreding van art. 8.8 Whc (en daarmee dus ook van een of meer van de bepalingen van afdeling 6.3.3A BW), handhavend kan optreden door oplegging van een last onder dwangsom of een bestuurlijke boete. De personen die door de AFM zijn aangewezen om toezicht te houden op de naleving van art. 8.8 Whc zijn ‘toezichthouders’ in de zin van art. 5:11 Awb. Een ieder is op basis van art. 5:20 Awb verplicht medewerking aan hen te verlenen bij de uitoefening van hun bevoegdheden. Ook deze feitelijke medewerking in het kader van het handhavend optreden van de AFM kan worden afgedwongen met een last onder dwangsom.¹⁰ Het voorgaande is een schoolvoorbeeld van de door A.H. en M. Scheltema bedoelde eerste afstemmingsmethode.¹¹ Een privaatrechtelijke norm wordt, zelfs zonder een poging tot herformulering, herhaald in een (grotendeels) publiekrechtelijke wet en met bestuursrechtelijke middelen gesanctioneerd. Het gevolg is dat de AFM, en mogelijk de bestuursrechter, zich bij gelegenheid zullen moeten uitspreken over de vraag of een bepaalde handelwijze een oneerlijke handelspraktijk in de zin van art. 6:193b BW inhoudt. Het *publieke* belang zal dan voorop staan. Tegelijkertijd kan hetzelfde geval waarin de AFM handhavend is opgetreden door de gelaedeerde consument/belegger in het kader van een actie tot schadevergoeding aan de civiele rechter worden voorgelegd. Deze zal de zaak beoordelen in het licht van het *individuele* recht en belang van de consument/belegger en zijn beslissing zoveel mogelijk willen inpassen in het bestaande complex van regels met betrekking tot onrechtmatige daad, waarvan afdeling 6.3.3A BW deel uitmaakt. Zo heeft hij de mogelijkheid om eigen schuld van de belegger mee te wegen. De toezichthouder en de bestuursrechter beschikken niet over dit correctiemechanisme. De kans op uiteenlopende resultaten is aanwezig (bijv: wel boete-oplegging; geen schadevergoeding).

De tweede methode om publiekrechtelijke en privaatrechtelijke normen op elkaar af te stemmen is de eigenlijke doorwerking van publiekrechtelijke normen in het privaatrecht. Hier kan een onderscheid worden gemaakt tussen directe en indirecte doorwerking. Het gaat dan om de vraag welke invloed een publiekrechtelijke norm op de rechtsverhoudingen in het privaatrecht moet hebben. Van directe doorwerking is sprake wanneer direct, min of meer automatisch, een pri-

10 Art. 3.2 lid 1 en 2 jo. art. 2.10 lid 2 Whc.

11 Naar art. 8.8 Whc wordt door hen dan ook verwezen, zie Scheltema & Scheltema, p. 62. Deze methode zou ik eerder willen benoemen als ‘doorwerking’ van het privaatrecht in het publiekrecht dan andersom. De privaatrechtelijke norm wordt gekopieerd in het publiekrecht en omhult zich met het publiekrechtelijke sanctie-apparaat. Opmerking verdient nog dat de wetgever de art. 6:194-196 BW inzake misleidende en vergelijkende reclame – die sinds de implementatie van de Richtlijn OHP alleen nog ter bescherming van ‘handelaren’ strekken en dus geen *consumentenrecht* meer zijn (behalve wellicht art. 6:194a inzake vergelijkende reclame) – niet op een zelfde wijze met het publiekrecht heeft verbonden. Geconstateerd kan dan ook worden dat de afdelingen 6.3.3A en 6.3.4 BW voor wat betreft deze wijze van ‘doorwerking’ van/naar het publiekrecht van elkaar zijn losgekoppeld. Bescherming door publiekrechtelijke handhaving is slechts weggelegd voor *consumenten*, niet voor handelaars.

vaatrechtelijke sanctie op overtreding van een publiekrechtelijke norm wordt gesteld. Het meest voor de hand liggende voorbeeld is de nietigheid of vernietigbaarheid ex art. 3:40 lid 2 BW van rechtshandelingen die in strijd zijn met een dwingende wetbepaling. Een dermate ver strekkende consequentie wordt op de effectenmarkten in het algemeen niet wenselijk geacht. Het gegeven dat er altijd nog een kans is dat een transactie (met terugwerkende kracht) kan worden teruggedraaid zou het hele transactieverkeer op die markten te onzeker maken. Bij de invoering van de Wft in 2007 is er dan ook voor gekozen om in de wet uitdrukkelijk te bepalen dat de rechtsgeldigheid van privaatrechtelijke rechtshandelingen die in strijd met de bij of krachtens de Wft gestelde regels zijn, niet kan worden aangetast behalve voor zover de wet anders bepaalt.¹² Verdedigbaar is, dat in gevallen waarin (ver)nietig(baar)heid wordt uitgesloten, ontbinding op grond van wanprestatie evenmin mogelijk is. Ontbinding leidt immers tot vergelijkbare resultaten.¹³

Naast de directe doorwerking van publiekrechtelijke normen in het privaatrecht staat de indirecte doorwerking. Een publiekrechtelijke norm kleurt dan (bepaalde bestanddelen van) een privaatrechtelijke rechtsfiguur, zoals wanprestatie of onrechtmatige daad, in. Of zoals A.H. en M. Scheltema het verwoorden: de publiekrechtelijke norm wordt ingebed in het privaatrecht, maar van automatische doorwerking is geen sprake. Er wordt gebruik gemaakt van de mogelijkheden die het privaatrecht biedt om (de mate van) doorwerking af te stemmen op de concrete (rechts)verhouding van de betrokken partijen. Als voorbeeld noemen zij het leerstuk van de eigen schuld, waarop de wederpartij van de consument een beroep kan doen in geval van een actie tot schadevergoeding van laatstgenoemde. De ‘inkleuring’ van het eigen schuld begrip dient dan plaats te vinden aan de hand van de mate van verantwoordelijkheid die de overtreden publiekrechtelijke norm op de consument respectievelijk de wederpartij legt. Een andere figuur die een belangrijke functie bij de doorwerking van publieke normen in het financiële recht vervult, is dwaling. Wanneer een belegger met een onjuiste voorstelling van zaken een overeenkomst aangaat, kan hij proberen deze met een dwalingsactie te vernietigen. De publieke normen die aangeven welke informatie verstrekt had moeten worden aan de belegger zullen diens onderzoeksplicht en de mededelingsplicht van zijn wederpartij (gedeeltelijk) inkleuren. Een dwalingsactie biedt de rechter veel meer ruimte om een maatwerk-afweging te maken, bijvoorbeeld langs de weg van onderzoeksplicht en mededelingsplicht, dan het inroepen van (ver)nietig(baar)heid op basis van art. 3:40 lid 2 BW. Gebruik van de dwalingsactie in het financiële recht lijkt daarom aanvaardbaar te zijn, ook al leidt een geslaagd beroep op dwaling tot hetzelfde resultaat als vernietiging ex art. 3:40 lid 2 BW.¹⁴ De dwalingsactie, die de belegger in voorkomende gevallen een alternatieve route (naast onrechtmatige daad) voor prospectusaansprakelijkheid kan bieden, komt dan ook hieronder meer uitgebreid aan de orde.¹⁵ Anders dan bij

12 Art 1:23 Wft.

13 Aldus Scheltema & Scheltema 2009, p. 78-79.

14 Zie voor dit alles het preadvies van Scheltema & Scheltema 2009, p. 60-81. In bovenstaande weergave is het onderscheid tussen ‘directe’ en ‘indirecte’ doorwerking door mij enigszins aangescherpt en schematischer weergegeven dan in het preadvies zelf, waarin de termen ‘(in)direct’ en ‘(niet-)automatisch’ door elkaar heen worden gebruikt. Ook Grundmann-van de Krol 2012, p. 805 en p. 814-815 acht een beroep op dwaling bij overtreding van informatieverplichtingen uit hoofde van de Wft mogelijk.

15 Zie par. 16.4.

dwaling, treden de consequenties van art. 3:40 lid 2 BW bij strijd met een dwingende wetsbepaling min of meer automatisch in. Maatwerk is niet of nauwelijks mogelijk, het middel is te grof.

De doorwerking van publiekrechtelijke normen in het privaatrecht is voor het leerstuk van de prospectusaansprakelijkheid van belang, waar het betreft de Prospectusrichtlijn en de bijbehorende implementatiewetgeving. Weliswaar draagt de richtlijn weinig bij aan harmonisatie van de privaatrechtelijke regels inzake prospectusaansprakelijkheid, dat laat onverlet dat beide erop gericht zijn de belegger door middel van een juist en volledig prospectus te beschermen bij aanbiedingen van effecten of toelating daarvan tot de handel op een gereguleerde markt.

4.3 Doorwerking van Europees Unierecht

In de voorgaande paragraaf gaat het over de doorwerking van nationale publiekrechtelijke normen in het privaatrecht. Via die doorwerking kan synergie tussen publiekrecht en privaatrecht worden bereikt. Het verdient opmerking dat in de financiële praktijk een groot deel van de nationale publiekrechtelijke normen afkomstig is van Europese regelgeving. De rechter zal niet alleen moeten *overwegen* om deze normen vanuit het nationale publiekrecht te laten doorwerken in het privaatrecht met het oog op beleggersbescherming en rechtseenheid, hij zal in bepaalde gevallen ook *verplicht* zijn dezelfde normen rechtstreeks vanuit het Europees Unierecht in zijn eigen privaatrecht door te laten werken.¹⁶ Het EU-Verdrag legt immers aan de lidstaten de verplichting op om alle maatregelen te treffen om de nakoming van Unierechtelijke verplichtingen te verzekeren.¹⁷ Voor de wetgever betekent dit praktisch gezien, dat richtlijnen moeten worden omgezet in nationaal recht. Maar het loyaliteitsbeginsel geldt voor alle organen van de lidstaten, dus ook voor de rechterlijke macht bij het doen van uitspraken. Daarnaast zijn richtlijnen voor de lidstaten verbindend ten aanzien van het te bereiken resultaat.¹⁸ Een en ander impliceert, dat ook de civiele rechter waar mogelijk zijn bijdrage moet leveren aan het nuttig effect (*effet utile*) van het Unierecht, inclusief de daarvan deel uitmakende richtlijnen.¹⁹

In deze paragraaf worden de verschillende wijzen waarop het Europese Unierecht inwerkt op het leerstuk van de prospectusaansprakelijkheid naar Nederlands recht in kaart gebracht. Het gaat dan niet alleen om het identificeren van

16 Er lijkt geen noodzaak te zijn om de omweg van doorwerking via het nationale publiekrecht te bewandelen. De Europese normen kunnen rechtstreeks doorwerken in het nationale privaatrecht. A.H. en M. Scheltema besteden in hun preadvies alleen enige aandacht aan doorwerking langs de weg van omzetting in nationaal recht, waarbij de nationale wetgever een zekere vrijheid heeft om te kiezen voor publiekrechtelijke dan wel privaatrechtelijke vormgeving (zie Scheltema & Scheltema 2009, p. 103-107). Zij laten buiten beschouwing dat de Europese en de nationale rechter eveneens een belangrijke rol vervullen in het kader van deze doorwerking, doordat in de rechtspraak een aantal doorwerkingstechnieken zijn ontwikkeld. Enkele daarvan zullen in deze paragraaf aan de orde komen. Zie voor bijdragen van diverse auteurs over doorwerking van Europees recht in nationaal privaatrecht Hartkamp, Sieburgh & Keus 2014.

17 Art. 4 lid 3 VEU (art. 10 VEG (oud)), het zo geheten loyaliteitsbeginsel.

18 Art. 288 lid 3 VWEU (art. 249 lid 3 VEG (oud)).

19 Een sterke pleitbezorger van doorwerking van richtlijnen in het nationale privaatrecht met een beroep op de *effet utile* doctrine is de Belgische hoogleraar M. Tison. Zie voor een pleidooi voor doorwerking van de regels van de MiFID in het privaatrecht, Tison 2010, par. 1, laatste alinea. Zie over de *effet utile* doctrine, die is ontleend aan het Europese mededingingsrecht, Eijssbouts 2010, p. 183-185 en Amtenbrink & Vedder 2010, p. 391-393. De doctrine is niet met zoveel woorden in de Europese verdragen vastgelegd, maar is door het Hof van Justitie ontwikkeld op basis van het eerder genoemde loyaliteitsbeginsel van art. 4(3) VEU.

specifieke regels van beleggersbescherming, maar ook meer in het algemeen om regels van consumentenbescherming. De particuliere belegger is immers de consument op de financiële markten. In het onderstaande wordt een *top-down* benadering gehanteerd, beginnend bij het verdragsrecht (primaire Unierecht) en afdalend naar specifieke instrumenten zoals richtlijnen en verordeningen (secundair Unierecht). In het Europese Unierecht wordt onderscheid gemaakt tussen regels met werking in de verhouding tussen overheid en particulier (verticale werking) en in de verhouding tussen particulieren onderling (horizontale werking).²⁰ Omdat prospectusaansprakelijkheid de (rechts)verhouding tussen particuliere partijen betreft, wordt op horizontale werking de nadruk gelegd.

4.3.1 *EU-Verdrag en EU-Werkingsverdrag; communautaire openbare orde*

De aansprakelijkheid van particulieren jegens andere particulieren kan rechtstreeks volgen uit het primaire Unierecht. Aldus heeft het Europese Hof van Justitie in 2001 beslist²¹ ten aanzien van artikel 81 VEG (oud), dat een verbod stelt op (rechts)handelingen die de mededinging binnen de gemeenschappelijke markt verhinderen, beperken of vervalsen (kartelverbod). Art. 81 VEG (oud)²² heeft daarmee directe horizontale werking gekregen. Schending van die bepaling kan een rechtstreekse basis zijn voor een actie tot schadevergoeding, buiten delictuele aansprakelijkheid op basis van nationaal recht om. Ook aan een aantal normstellende verdragsbepalingen buiten het mededingingsrecht is door het Hof directe horizontale werking toegekend.²³

Het verdragsrecht bevat zelf geen normstellende bepalingen in de zin van specifieke ver- of geboden op het gebied van beleggers- of consumentenbescherming. Wel noemt het EU-Werkingsverdrag in art. 3 lid 2(f) de consumentenbescherming expliciet als een van de gebieden waarop de EU en de lidstaten gedeelde bevoegdheden hebben. Art. 169 lid 1 VWEU²⁴ werkt dit uit door te bepalen dat ‘een hoog niveau van consumentenbescherming’ dient te worden gewaarborgd en dat het daarbij gaat om bescherming van de gezondheid, de veiligheid, de economische belangen en het recht op voorlichting en vorming van de consument. Gesteld kan dus worden dat een *hoog* niveau van bescherming van de consument – en daarmee van de particuliere belegger – een belangrijke beleidsdoelstelling van het EU-Werkingsverdrag is, zonder dat het verdrag zelf concrete normen stelt. Bij gebreke van concrete normen van consumentenbescherming zal van *directe* horizontale werking, in de zin dat particuliere beleggers rechtstreeks aan de schending van verdragsbepalingen een vordering tot schadevergoeding tegen de uitgevende instelling of de lead manager kunnen ontlenen, niet snel sprake zijn. Wel is *indirecte* horizontale werking denkbaar. Het gaat dan om het doorwerken van verdragsbepalingen in de (rechts)verhouding

20 ‘Particulier’ in de zin van niet-overheid, *niet* in de zin van niet-professioneel.

21 HvJEG 20 september 2001, C-453/99, NJ 2002, 43 (Courage/Crehan).

22 Het huidige art. 101 VWEU.

23 Zie Sieburgh 2007, p. 517. In plaats van doorwerking van het Unierecht *in* het nationale privaatrecht, wordt in dit verband ook wel – in een omgekeerde benadering – gesproken van handhaving van Unierecht *door* het privaatrecht. Zie (de titel van) Van Gerven 2002, n.a.v. het eerder genoemde Courage/Crehan-arrest van het Hof van Justitie.

24 Art. 153 lid 1 VEG (oud).

tussen particulieren via de open normen van het nationale privaatrecht. Hartkamp heeft – niet specifiek ten aanzien van consumentenbescherming, maar in het algemeen – betoogd dat de Nederlandse rechter hierop alerter zou moeten zijn. Verdedigbaar is volgens hem dat het Unierecht, in het bijzonder het loyaliteitsbeginsel van art. 10 VEG (oud)²⁵ en het effectiviteitsbeginsel, de Nederlandse rechter *verplichten* om de mogelijkheid van indirecte horizontale werking van verdragsbepalingen waar nodig onder ogen te zien. Ook op de rechter, als orgaan van de lidstaat, rust immers de verplichting de doeleinden van het verdrag te verwezenlijken.²⁶ Voor prospectusaansprakelijkheid zou dit naar mijn mening betekenen dat de doelstelling van een *hoog* niveau van consumentenbescherming, zoals vastgelegd in art. 169 lid 1 VWEU, gevolgen heeft voor de invulling van de verschillende bestanddelen van onrechtmatige daad door de Nederlandse rechter. Deze invulling dient zodanig te zijn, dat de belangen van de agerende consument-particuliere belegger zwaar wegen.

In een arrest uit 2006²⁷ heeft het Europese Hof van Justitie overwogen dat consumentenbescherming op een openbaar belang berust en een verband gelegd met de communautaire openbare orde. Het arrest betreft niet de toepassing van het verdrag zelf, maar de uitleg van Richtlijn 93/113/EEG inzake oneerlijke bedingen in consumentenovereenkomsten. Sieburgh heeft op basis van dit arrest betoogd dat Europese regels van consumentenbescherming een openbare orde karakter hebben, omdat er een algemeen belang is bij doelmatige handhaving van die regels. Daarom kunnen particulieren rechtstreeks ageren op basis van schending van dergelijke regels, bijvoorbeeld door het instellen van een vordering tot nietigverklaring of schadevergoeding.²⁸ Sieburgh lijkt te bepleiten dat dergelijke vorderingen niet alleen kunnen worden ingesteld door particulieren tegen lidstaten (verticale werking), maar ook door particulieren onderling (horizontale werking) met een beroep op een consumentenrichtlijn.²⁹ Zie ik het goed, dan is het betoog van Sieburgh in feite een pleidooi voor directe horizontale werking van (consumenten)richtlijnen, een mechanisme dat tot nu toe door het Hof van Justitie is afgehouden.³⁰ Mocht het pleidooi van Sieburgh door de jurisprudentie worden gevolgd, dan zou dit voor de particuliere belegger een extra wapen kunnen

25 Het huidige art. 4 lid 3 VEU.

26 Asser/Hartkamp 3-1* 2015, nr. 95.

27 HvJEG 26 oktober 2006, C-168/05, NJ 2007, 201 m.nt. M.R. Mok (Mostaza Claro/Móvil).

28 Sieburgh 2007, p. 528.

29 Het door haar aangehaalde Mostaza Claro arrest betreft immers ook de toepassing van een richtlijn in een geschil tussen particulieren.

30 Zulks 'ondanks krachtige pleidooien in die richting' (Wissink 2001, p. 21) en van 'een aanzwellend aantal auteurs' (Sieburgh 2007, p. 518). Amtenbrink en Vedder vragen zich af waarom directe horizontale werking van richtlijnen nog verboden zou zijn, als de wél toegestane richtlijnconforme interpretatie door de rechter van zijn nationale recht – waarover meer uitgebreid in par. 4.3.3. – veelal toch tot hetzelfde resultaat leidt. Zie Amtenbrink & Vedder 2010, p. 193-194. Zie over de voortschrijdende uitholling van het verbod van directe horizontale werking van richtlijnen De Waele en Kieft 2010, n.a.v. HvJEG 19 januari 2010, C-555/07, NJ 2010, 256 m.nt. M.R. Mok (Kücükdeveci/Swedex). Zie meer recentelijk in dezelfde lijn HvJEU 19 april 2016, C-441/14, AB 2016, 359 m.nt. Verhoeven (Dansk Industri/Rasmussen). In deze arresten, beide betreffende een geschil tussen private partijen, verklaart het Hof van Justitie nationaal recht buiten toepassing als zijnde strijdig met een algemeen beginsel van Unierecht (i.e. het verbod op leeftijdsdiscriminatie) dat geconcretiseerd is in een richtlijn. Formeel werkt dan niet de richtlijn zelf, maar het algemene beginsel horizontaal door. Een ander geluid valt te beluisteren in de noot van Mok onder het Kücükdeveci-arrest. Mok betreurt niet dat het Hof geen gehoor geeft aan de vele pleidooien voor directe horizontale werking van richtlijnen, omdat hij vreest dat daardoor de bereidheid van de vertegenwoordigers van de lidstaten in de Raad om mee te werken aan de totstandkoming van nieuwe richtlijnen negatief zal worden beïnvloed. Dat het Hof zich soms op omwegen moet begeven teneinde tot het gewenste resultaat te komen, neemt Mok op de koop toe. Als directe horizontale werking gewenst is, kan de Europese wetgever voor het uitvaardigen van een verordening in plaats van een richtlijn kiezen.

zijn bij het aanspreken van de uitgevende instelling en de lead manager op grond van een misleidend prospectus. De particuliere belegger zou, met een beroep op de openbare orde, waar nodig een vordering tot schadevergoeding rechtstreeks op Richtlijn 2005/29 inzake oneerlijke handelspraktijken kunnen baseren.³¹ Dit zou aan de orde kunnen zijn wanneer onderdelen van deze richtlijn onvolledig of gebrekkig blijken te zijn omgezet in nationaal recht en richtlijnconforme interpretatie in eerste instantie geen soelaas biedt. Een stap verder gaat het om de gedachtegang van Sieburgh ook toe te passen op de Prospectusrichtlijn. Gelet op de gerichtheid daarvan op de belangen van met name de particuliere belegger, zou men immers ook die richtlijn deels als een maatregel van consumentenbescherming kunnen beschouwen.

Kort samengevat resulteert het in deze paragraaf gestelde in het volgende. Volgt men Hartkamp in zijn pleidooi voor meer *indirecte* horizontale werking van verdragsbepalingen, dan pleit dit naar mijn mening voor doorwerking van een hoog niveau van consumentenbescherming, zoals nagestreefd in art. 169 lid 1 VWEU, in het nationale recht. In concreto betekent dit voor het Nederlandse recht, dat de bestanddelen van onrechtmatige daad op een voor de particuliere belegger welwillende wijze moeten worden ingevuld. Volgt men ook de argumentatie van Sieburgh – welke ik, zoals gezegd, versta als een pleidooi voor *directe* horizontale werking van (consumenten)richtlijnen – dan kunnen agerende beleggers bepalingen van consumentenrichtlijnen, waaronder in dit verband Richtlijn 2005/29 inzake oneerlijke handelspraktijken en wellicht ook de Prospectusrichtlijn, met een beroep op de communautaire openbare orde rechtstreeks inroepen tegen de uitgevende instelling en de lead manager die een misleidend prospectus hebben uitgebracht. De mogelijkheid voor beleggers om een rechtstreeks beroep te kunnen doen op een richtlijn is met name van belang, wanneer deze door een lidstaat niet of niet correct is omgezet in nationaal recht.

4.3.2 *Algemene Unierechtelijke beginselen; het effectiviteits- of doeltreffendheidsbeginsel*

Artikel 19 lid 1 VEU³² bepaalt dat het Hof van Justitie bij de uitleg en toepassing van de verdragen eerbiediging van het (Unie)recht moet verzekeren. Op basis van deze bepaling heeft het Hof zich bevoegd geacht een aantal algemene Unierechtelijke beginselen te ontwikkelen. Veel daarvan zijn van publiekrechtelijke aard, zoals de Unierechtelijke beginselen van behoorlijk bestuur en het verbod van discriminatie naar nationaliteit. Van een aantal beginselen wordt de invloed op het privaatrecht steeds meer onderkend. Hierop wordt gewezen door Devroe, die de algemene beginselen uitgebreid in kaart heeft gebracht en in categorieën heeft ingedeeld.³³

31 Nog een stap verder gaat HvJ EU 4 juni 2015, C-497/13, NJ 2016, 148 (Faber/Hazet), waarin het Hof besliste dat in voorkomend geval een richtlijnbeepaling dient te worden beschouwd als een norm welke gelijkwaardig is aan een nationale regel van openbare orde. Alsdan dient de nationale rechter iedere bepaling van zijn nationale recht waarin de betreffende richtlijnbeepaling is omgezet *ambtshalve* toe te passen. Dit kan bijv. leiden tot *ambtshalve* vaststelling door de nationale rechter van de hoedanigheid van consument (en daarmee de toepasselijkheid van een consumentenrichtlijn) en *ambtshalve* toepassing van een regel van bewijslast, ook zonder dat de consument zich er in de procedure op beroept.

32 Art. 220 lid 1 VEG (oud).

33 Zie Devroe 2007. Zijn indeling is overgenomen door Hartkamp. Zie Asser/Hartkamp 3-I* 2015, nr. 108.

Zijn er algemene beginselen van Unierecht te onderscheiden die zelfstandige betekenis hebben voor het leerstuk van prospectusaansprakelijkheid? Langs indirecte weg kan dit gezegd worden van het effectiviteits- of doeltreffendheidsbeginsel. Dit zeer brede beginsel is op diverse wijzen van belang geweest voor de ontwikkeling van het Unierecht.³⁴ In de onderhavige context gaat het met name om de variant van de effectieve rechtsbescherming, op grond waarvan lidstaten ervoor zorg dienen te dragen dat justitiabelen de rechten die hen door het Unierecht worden toegekend in een gerechtelijke procedure kunnen afdwingen.³⁵ Deze verplichting geldt voor alle organen van een lidstaat, dus ook voor de rechterlijke macht bij het doen van uitspraken. Hier komt art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn nadrukkelijk in beeld. Deze bepaling verplicht de lidstaten ervoor zorg te dragen dat hun wettelijke bepalingen inzake civiele aansprakelijkheid van toepassing zijn op de personen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus verstrekte informatie. Art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn is in feite een specifieke toepassing van het effectiviteitsbeginsel in zijn gedaante van effectieve rechtsbescherming. Dit is door de Hoge Raad dan ook expliciet onderkend in het World Online-arrest.³⁶

Ten aanzien van de wijze waarop het effectiviteitsbeginsel vanuit de financiële EU-richtlijnen inwerkt op het nationale privaatrecht heeft zich onder Nederlandse juristen een geanimeerde discussie ontwikkeld, welke twee stromingen laat zien. Het debat betreft tot dusverre met name de tamelijk specifieke gedragsregels en (informatie)verplichtingen welke de MiFID³⁷ en de Richtlijn Marktmissbruik³⁸ aan bepaalde partijen op de financiële markten opleggen. De eerste stroming betoogt met een beroep op maximum harmonisatie/unificatie dat de normen van het nationale privaatrecht – zoals maatschappelijke betamelijkheid, zorgplicht van een goed opdrachtnemer (art. 7:401 BW) en uit hoofde van de redelijkheid en billijkheid (art. 6:2/6:248 BW) – niet strenger of soepeler mogen zijn dan de (publiekrechtelijk gekleurde) norm van de richtlijn.³⁹ Het belangrijkste bezwaar dat hier tegenin wordt gebracht door de tweede stroming is, dat het natio-

34 Asser/Hartkamp 3-1* 2015, nr. 109 noemt als voortvloeielsen van het effectiviteitsbeginsel: de beginselen van voorrang en rechtstreekse werking van het Unierecht; de aansprakelijkheid van lidstaten voor het niet tijdig implementeren van richtlijnen; de aansprakelijkheid van particulieren wegens schending van het kartelverbod van art. 81 VEG(oud).

35 Wissink 2001, p. 18, formuleert het aldus, dat een daadwerkelijke effectuering van aan het Unierecht ontleende aanspraken in de nationale rechtsgang mogelijk is. Er moet een doeltreffende remedie zijn. Over effectieve rechtsbescherming van beleggers zie Franx 2015.

36 Zie r.o. 4.11.1 en 4.11.2 van het arrest, waar de Hoge Raad met het oog op een effectieve rechtsbescherming en met verwijzing naar art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn, als uitgangspunt neemt dat *conditio sine qua non*-verband aanwezig is tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing. Daarmee wordt vermeden dat de aanspraken van beleggers als gevolg van te hoge eisen aan het causale verband illusoir worden. Het effectiviteitsbeginsel werkt hier vanuit een *richtlijn* in op nationaal privaatrecht. In par. 4.3.1 kwam het effectiviteitsbeginsel al aan de orde in het kader van Hartkamp's pleidooi voor meer indirecte horizontale werking van bepalingen van het (voormalige) *EG-Verdrag* zelf. Het beginsel is dus op meerdere niveau's binnen het Europese recht operationeel.

37 Richtlijn 2004/39 van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad (*PbEU* 2004 L 145/1).

38 Richtlijn 2003/6/EG van het Europese Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmissbruik) (*PbEU* 2003, L 96/16). Deze richtlijn is per 3 juli 2016 vervangen door Verordening 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmissbruik (*PbEU* 2014 L 173/1) (Verordening Marktmissbruik).

39 Wallinga, die de beide stromingen in kaart heeft gebracht, rekent tot deze eerste stroming Van Baalen, Bierens, Busch en Lieverse. Zie Wallinga 2014 (tekst bij) noot 12. Voor het vervolg van het debat zie o.m. Wallinga 2015, Wallinga en Cherednychenko 2016 en Kalkman 2016 (met naschrift van Wallinga en Cherednychenko). Zie ook Busch 2016 en Busch 2016a.

nale privaatrecht buiten de reikwijdte van de kapitaalmarktlijn/-verordeningen valt⁴⁰ en daarmee ook buiten de maximum harmonisatie/unificatie. Zolang het nationale privaatrecht in een voor de gelaedeerde adequate rechtsgang voorziet in geval van normschending, conflicteert het niet met het effectiviteitsbeginsel. De argumentatie van de tweede stroming komt mij vooralsnog overtuigender voor.⁴¹

De discussie in de literatuur rond het effectiviteitsbeginsel heeft zich, voor wat betreft de Europese kapitaalmarktlijn, vooral met name toegepast op bepalingen van de MiFID en de Richtlijn (thans Verordening) Markt-misbruik. Het is niet uitgesloten dat specifieke bepalingen van de Prospectusrichtlijn (toekomstige Prospectusverordening) op enig moment onderwerp van dezelfde discussie kunnen worden.⁴² Voor de prospectusaansprakelijkheid zelf lijkt de discussie op het eerste gezicht in die zin minder relevant, dat de Prospectusrichtlijn niet in een scherpe (hoofd)norm voor de inhoud van het prospectus voorziet. Integendeel, art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn bepaalt dat het prospectus de noodzakelijke informatie moet bevatten om beleggers in staat te stellen zich een verantwoord beleggingsoordeel te vormen. Daarmee wordt een open norm gegeven, welke voor een belangrijk deel samenvalt met de (eveneens open) misleidingsnorm van art. 6:193a/194 e.v. BW. Doorwerking op basis van het effectiviteitsbeginsel lijkt niet meer aan de orde, omdat de norm van art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn reeds in de misleidingsnorm is geïncorporeerd.⁴³

In zijn indeling van algemene beginselen onderscheidt Devroe een restcategorie. Daarvan maken enkele beginselen van privaatrechtelijke aard deel uit, waaronder het beginsel dat schade veroorzaakt door schending van het Unierecht moet worden vergoed, ongeacht of die schade is veroorzaakt door de Unie, de lidstaten of particulieren.⁴⁴ Hartkamp werkt het beginsel van schadevergoeding verder uit aan de hand van (oudere) jurisprudentie van het Hof van Justitie, waarin het be-

40 Ter ondersteuning hiervan wordt o.m. een beroep gedaan op de arresten HvJEU 19 december 2013, C-174/12, NJ 2014, 184 m.nt. M.R. Mok (Hirman/Immofinanz) en HvJ EU 30 mei 2013, C-604/11, JOR 2013/274 m.nt. D. Busch (Genil 48 SL e.a./Bankinter SA e.a.).

41 Wallinga noemt als aanhangers van de tweede stroming Cherednychenko, Cortenraad, Castermans en Den Hollander, zie Wallinga 2014, noot 15 met verwijzing naar literatuur. Ook Wallinga zelf betoont zich een aanhanger van deze stroming, evenals meer recentelijk A-G Timmerman in zijn conclusie bij HR 30 september 2016, NJ 2017, 47 m.nt. P. van Schilfgaarde (Stichting Fortis Effect e.a./Staat der Nederlanden). In zijn conclusie is Timmerman van mening dat aan de Staat een beroep toekomt op een rechtvaardigingsgrond (overmacht) toen de Minister van Financiën in 2008 onder dreiging van een systeemcrisis besloot om geen volledige informatie over de reddingsoperatie rond Fortis aan de buitenwereld te verstrekken. De daaruit resulterende marktmanipulatie, die onder de Richtlijn (thans Verordening) Markt-misbruik verboden is, is om die reden niet onrechtmatig jegens beleggers in aandelen Fortis. Zolang een adequate rechtsgang voor beleggers voorhanden is, komt gebruikmaking van een civielrechtelijke rechtvaardigingsgrond niet in strijd met het Unierechtelijke effectiviteits- of doeltreffendheidsbeginsel.

42 Als voorbeeld noem ik art. 21 lid 3(a) Prospectusrichtlijn/art. 30 lid 1(a) concept Prospectusverordening, dat aan nationale toezichthouders de bevoegdheid geeft de uitgevende instelling te verplichten aanvullende informatie in het prospectus op te nemen in het kader van beleggersbescherming. Naar Nederlands recht kan de vraag worden gesteld of een uitgevende instelling die op last van de AFM (ambtelijk bevel, een in het civiele recht erkende rechtvaardigingsgrond; zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 93) aanvullende informatie in het prospectus opneemt die onjuist of inconsistent met andere delen van het prospectus blijkt te zijn en verwar- ring zaait bij beleggers, jegens deze beleggers onrechtmatig handelt. Mag de Nederlandse rechter in deze situatie een mogelijke vordering van beleggers afwijzen met een beroep op een rechtvaardigingsgrond? Art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn/art. 6 lid 1 concept Prospectusverordening maken voor deze situatie geen uitzondering op het vereiste dat het prospectus de informatie moet bevatten welke noodzakelijk is voor het vormen van een verant- woord oordeel door de belegger over de beleggingspropositie.

43 Voor een analyse en vergelijking van de beide normen wordt verwezen naar par. 5.5.3.

44 Devroe 2007, p. 144.

ginsel in het teken is gezet van de verplichting van lidstaten om de volle werking van een richtlijn overeenkomstig het doel ervan te verzekeren (art. 4 lid 3 VEU). Uit die verplichting vloeit voort dat schadevergoeding volledig dient te zijn althans in een passende verhouding dient te staan tot de geleden schade.⁴⁵ Verdedigbaar is naar mijn mening, dat dit – mede met het oog op art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn – ook geldt voor schade geleden als gevolg van misleidende mededelingen in een prospectus. Zonder de mogelijkheid om schade volledig te verhalen zou de volle werking van de Prospectusrichtlijn en de effectieve rechtsbescherming van de belegger op de tocht komen te staan. Het beginsel van volledige schadevergoeding verzet zich tegen wettelijke maximering van schadevergoeding in consumentenzaken.

4.3.3 Richtlijnen

Voor de vervulling van hun taak kunnen de instellingen van de Unie verordeningen en richtlijnen vaststellen. Deze vormen samen een belangrijk deel van het secundaire Unierecht. Ten aanzien van richtlijnen bepaalt art. 288 lid 3 VWEU als volgt:

Art. 288 lid 3 VWEU (art. 249 lid 3 VEG (oud))

Een richtlijn is verbindend ten aanzien van het te bereiken resultaat voor elke lidstaat waarvoor zij bestemd is, doch aan de nationale instanties wordt de bevoegdheid gelaten vorm en middelen te kiezen.

Richtlijnen werken allereerst op het nationale recht in door middel van omzetting of implementatie. Ten aanzien van prospectusaansprakelijkheid geldt dit natuurlijk in de eerste plaats voor de beide ‘moederrichtlijnen’, te weten Richtlijn 84/450 inzake misleidende reclame en Richtlijn 2005/29 inzake oneerlijke handelspraktijken, die zijn geïmplementeerd in de afdelingen 6.3.3A respectievelijk 6.3.4 BW.

Ook na omzetting in het nationale recht blijft de richtlijn relevant, omdat de nationale rechter verplicht is zijn recht richtlijnconform te interpreteren. Dit is de tweede weg – naast omzetting – waarlangs het richtlijnenrecht inwerkt op het nationale recht. Richtlijnconforme interpretatie is aan de orde in geval van een implementatiegebrek (niet volledige of niet correcte omzetting in nationaal recht), maar ook indien een richtlijn wel tijdig en correct is omgezet.⁴⁶ De verplichting van de nationale rechter tot richtlijnconforme interpretatie wordt doorgaans afgeleid uit het hierboven weergegeven art. 288 lid 3 VWEU jo. art. 4 lid 3 VEU, dat de lidstaten (inclusief hun rechterlijke macht) verplicht om de nakoming van verdragsverplichtingen met alle daartoe geschikte maatregelen te verzekeren. Bij het richtlijnconform interpreteren moet de nationale rechter zijn recht zoveel mogelijk uitleggen in het licht van de bewoordingen en het doel van de betrokken richtlijn, teneinde het hiermee beoogde resultaat te bereiken en aldus aan art. 288 lid 3 VWEU te voldoen.⁴⁷ De *verplichting* tot richtlijnconforme

⁴⁵ Asser/Hartkamp 3-I* 2015, nr. 115.

⁴⁶ Zie Wissink 2001, p. 24.

⁴⁷ Zie voor de werking van richtlijnen in het nationale privaatrecht en richtlijnconforme interpretatie in het algemeen Asser/Hartkamp 3-I* 2015, nrs. 154 en 181-189; Wissink 2001, i.h.b. de hoofdstukken 2, 3 en 4.

interpretatie bestaat wanneer het voorliggende geval onder het toepassingsbereik van de richtlijn valt. Als een situatie niet door de richtlijn wordt bestreken, mag de rechter *onverplicht* richtlijnconform interpreteren.⁴⁸ Dat acties uit hoofde van prospectusaansprakelijkheid – althans in de visie van de Nederlandse wetgever – onder het toepassingsbereik van de richtlijnen 84/450 inzake misleidende reclame en 2005/29 inzake oneerlijke handelspraktijken vallen behoeft geen betoog. Interpretatie van het Nederlandse recht, in het bijzonder de afdelingen 6.3.3A en 6.3.4 BW, conform die beide richtlijnen is dan ook aangewezen.

Vallen acties uit hoofde van prospectusaansprakelijkheid onder het toepassingsbereik van de Prospectusrichtlijn? Naar mijn mening is dat wel het geval. Het toepassingsbereik van de Prospectusrichtlijn omvat de opstelling, goedkeuring en verspreiding van het verplichte aanbiedings- of toelatingsprospectus.⁴⁹ Onder ‘opstelling’ vallen ook de inhoudelijke prospectusvereisten. Een actie uit hoofde van prospectusaansprakelijkheid heeft betrekking op de inhoud van het prospectus. Weliswaar wordt de aansprakelijkheid voor het prospectus in art. 6 Prospectusrichtlijn niet-uitputtend geharmoniseerd,⁵⁰ dat neemt niet weg dat het onderwerp wel door de richtlijn bestreken wordt en daarmee deel uitmaakt van zijn toepassingsbereik. Daarom moeten de bepalingen en beginselen van de Prospectusrichtlijn door de Nederlandse rechter in aangelegenheden van prospectusaansprakelijkheid in aanmerking worden genomen.⁵¹ In dit verband kan wederom het World Online-arrest van de Hoge Raad als voorbeeld dienen. De Hoge Raad heeft met zijn ruime uitleg van het causaliteitsvereiste vervat in art. 6:194 BW ten gunste van de agerende beleggers de regeling van afdeling 6.3.4 BW inzake misleidende reclame in feite richtlijnconform uitgelegd onder de Prospectusrichtlijn, daarbij met zoveel woorden verwijzend naar een belangrijk doel van die richtlijn, te weten beleggersbescherming.⁵²

Eerder⁵³ werd al opgemerkt dat richtlijnen geen directe *horizontale* werking hebben. Particuliere partijen kunnen zich derhalve tegenover elkaar niet rechtstreeks op een richtlijn beroepen en daaraan geen rechten jegens elkaar ontle-

48 Zie Wissink 2001, p. 43. Het kan onwenselijk zijn om bij de interpretatie en toepassing van nationaal recht onderscheid te maken tussen gevallen die net wel en net niet onder de richtlijn vallen.

49 Dit volgt uit art. 1 lid 1 Prospectusrichtlijn.

50 Het betreft hier de *omvang* van de harmonisatie, waarbij een bepaald onderwerp *geheel* binnen het bereik van de richtlijn kan worden gebracht (uitputtende harmonisatie) dan wel *deels*, op bepaalde aspecten (niet-uitputtende harmonisatie). Van de omvang van de harmonisatie moet onderscheiden worden het *niveau* van harmonisatie. Daarbij gaat het om de vraag voor welke harmonisatiemethode is gekozen: minimum harmonisatie (de richtlijn geeft een minimum norm, maar de lidstaten hebben de vrijheid om een strengere norm aan te leggen) tegenover maximum of totale harmonisatie (de richtlijn geeft een norm waarvan door de lidstaten niet kan worden afgeweken, ook niet door het aanleggen van een strengere norm). Zie Wissink 2001, p. 25-26; Asser/Hartkamp 3-1* 2015, nr. 178.

51 Dit strookt met het beginsel dat de verplichting tot richtlijnconforme interpretatie geldt voor het *gehele* nationale recht, aldus Asser/Hartkamp 3 I* 2008, nr. 142 sub b. Recentelijk is dit nog eens bevestigd in HvJEG 24 januari 2012, C-282/10, AB 2012/48 m.nt. R.J.G.M. Widdershoven (Dominguez/Centre Ouest Atlantique). In r.o. 27 overweegt het Hof, met verwijzing naar oudere jurisprudentie, dat de nationale rechter ‘binnen zijn bevoegdheden, met inachtneming van het *gehele* [curs. jpf] interne recht en onder toepassing van de daarin erkende uitlegmethoden, al het mogelijke doet om de volle werking van de betrokken richtlijn te verzekeren en tot een oplossing te komen die in overeenstemming is met de daarmee nagestreefde doelstelling’.

52 Zie r.o. 4.11.1 van het World Online-arrest. De Hoge Raad spreekt zelf niet in termen van richtlijnconforme interpretatie, maar van effectieve rechtsbescherming. Hier wordt duidelijk dat beide tot hetzelfde resultaat (kunnen) leiden. Door Wissink is dan ook opgemerkt dat de verplichting van de nationale rechter tot richtlijnconforme interpretatie van zijn recht past ‘in de koers om van de nationale stelsels te verlangen dat zij effectieve rechtsbescherming waarborgen ter zake van aan het gemeenschapsrecht ontleende aanspraken’. Zie Wissink 2001, p. 19.

53 Zie par. 4.3.1, waar tegelijkertijd wordt gewezen op de steeds verdergaande uitholling van het verbod van directe horizontale werking.

nen.⁵⁴ Wel wordt aanvaard dat richtlijnen *verticale* directe werking hebben, zodat particulieren tegenover de overheid aanspraken aan een richtlijn kunnen ontleenen. Dit is met name van belang, indien een richtlijn door een lidstaat niet of niet correct is omgezet in nationaal recht. Particulieren kunnen dan de richtlijnbepaling – mits deze onvoorwaardelijk en voldoende nauwkeurig is – inroepen tegen de overheid. Dit kan ertoe leiden dat een regel van nationaal recht buiten toepassing blijft, maar ook dat de privaatrechtelijke rechtsverhouding tussen particulier en overheid rechtstreeks wordt ingekleurd door de richtlijnbeoordeling.⁵⁵

Voor prospectusaansprakelijkheid is de verticale directe werking minder relevant, omdat het in veruit de meeste gevallen om aanspraken van beleggers tegen uitgevende instellingen – dus particuliere partijen onderling – zal gaan. Daarbij moet de kanttenuing worden gemaakt dat het begrip ‘overheid’ in het kader van directe werking moet worden opgevat. Daaronder vallen ook privaatrechtelijke rechtspersonen die overheidstaken uitoefenen.⁵⁶ Als gevolg van deze ruime opvatting is naar mijn mening denkbaar dat tegen overheden die in het kader van een aanbidding van effecten als *verkopende aandeelhouder* optreden door – bevoordelijk misleide – beleggers waar nodig een rechtstreeks beroep wordt gedaan op bepalingen van de richtlijnen 84/450 inzake misleidende reclame, 2005/29 inzake oneerlijke handelspraktijken en de Prospectusrichtlijn 2003/71.⁵⁷ Een stap verder zou het gaan om in het voornoemde geval aan beleggers ook een rechtstreeks beroep op deze richtlijnen toe te staan tegen een *uitgevende instelling*, waarin de overheid ten tijde van de aanbidding zeggenschap uitoefent. De gedachte zou dan kort gezegd zijn, dat de uitgevende instelling een ‘overheidsbedrijf’ is, dat onder de ruime opvatting van ‘overheid’ dient te vallen.⁵⁸

54 Wissink 2001, p. 23 stelt dat het Europese Hof van Justitie de verplichting tot richtlijnconforme interpretatie ‘min of meer ter compensatie voor het ontbreken van horizontale directe werking van richtlijnbeoordelingen’ aan de nationale rechter heeft opgelegd. Op die manier bereikt de inhoud van de richtlijn particulieren in hun onderlinge (rechts)verhoudingen toch nog indirect via (interpretatie van) het nationale recht.

55 Zie Asser/Hartkamp 3-I* 2015, nr. 155 en Wissink 2001, p. 21-25 en p. 331-335. Wissink zet tevens de voor- en nadelen van (verticale) directe werking tegenover richtlijnconforme interpretatie tegen elkaar af. Beide methoden lenen zich namelijk niet voor gelijktijdige toepassing: men kan niet een nationale regel richtlijnconform uitleggen en dezelfde regel tegelijkertijd wegens strijd met een (direct werkende) richtlijnbeoordeling buiten toepassing laten. Richtlijnconforme interpretatie maakt gebruik van nationaal recht, is daarom minder ingrijpend en kan een ruimer toepassingsbereik hebben; zij is ook aan de orde als een richtlijn tijdig en correct is omgezet (Wissink 2001, p. 24). In abstracto verdient richtlijnconforme interpretatie de voorkeur boven directe werking (Wissink 2001, p. 333). In HvJEG 24 januari 2012, C-282/10, AB 2012/48 (Dominguez/Centre Ouest Atlantique), r.o. 23, is dit voor het eerst expliciet door het Hof uitgemaakt, zie de noot van Widdershoven sub 2 onder het arrest.

56 Asser/Hartkamp 3-I* 2015, nrs. 12 en 155; Wissink 2001, p. 334 stelt dat ook ‘(semi)overheden die niet voor het omzettinggebied verantwoordelijk zijn’ door de directe werking van een richtlijnbeoordeling worden getroffen.

57 Ik laat vooralsnog de vraag of een verkopende aandeelhouder als verrichter van een ‘handelspraktijk’ respectievelijk ‘openbaarmaker’ in de zin van de beide eerstgenoemde richtlijnen kan worden beschouwd, buiten beschouwing. Deze vraag zal in hoofdstuk 13 aan de orde komen.

58 Volgens Wissink impliceert deze ruime uitleg ‘alle bestuursorganen en onder omstandigheden ook overheidsbedrijven met een privaatrechtelijke rechtsvorm’. Zie Wissink 2001, p. 21, met verwijzing naar diverse auteurs in noot 50. Wissink noemt in dit verband het arrest HvJ EG 12 juli 1990, C-188/89 (Foster/British Gas plc). Werknemers van het geprivatiseerde British Gas plc deden tegenover hun werkgever een rechtstreeks beroep op de in het Verenigd Koninkrijk niet (tijdig) geïmplementeerde richtlijn 76/207 inzake gelijke behandeling van mannen en vrouwen. Naar aanleiding van een prejudiciële vraag van het House of Lords oordeelde het Hof (r.o. 20) dat op de richtlijn ‘een beroep kan worden gedaan tegenover een lichaam, ongeacht zijn juridische vorm, dat krachtens een overheidsmaatregel is belast met de uitvoering van een dienst van openbaar belang, onder toezicht van de overheid, en dat hiertoe over bijzondere, verdergaande bevoegdheden beschikt dan die welke voortvloeien uit de regels die in de betrekkingen tussen particulieren gelden.’ Het criterium wordt in latere jurisprudentie van het Hof nog een aantal malen bevestigd, waaronder recentelijk – in enigszins afwijkende bewoordingen – in HvJ EG 24 januari 2012, C-282/10, AB 2012/48 (Dominguez/Centre Ouest Atlantique, zie r.o. 39). In geval van een rechtstreeks beroep door beleggers tegen een uitgevende instelling/overheidsbedrijf op Europese richtlijnen zal per geval moeten worden beoordeeld of de uitgevende instelling aan dit criterium voldoet.

Hartkamp sluit niet uit dat een richtlijn de rechtsverhoudingen tussen particulieren *indirect* kan inkleuren.⁵⁹ Van een dergelijke indirecte horizontale werking wordt gesproken, indien de richtlijn de verhoudingen tussen particulieren beïnvloedt via de open normen van het nationale privaatrecht. De wijze waarop indirecte werking in het privaatrecht kan plaatsvinden is eerder in dit hoofdstuk uiteengezet voor de doorwerking van publiekrechtelijke normen⁶⁰ en voor Unierechtelijke verdragsbepalingen.⁶¹ Richtlijnbevestigingen zouden op een vergelijkbare wijze in het nationale privaatrecht kunnen doorwerken. Het resultaat zal naar mijn mening in veel gevallen gelijk zijn aan dat van richtlijnconforme interpretatie van een nationaalrechtelijke open norm.

4.3.4 Verordeningen

Een ander instrument van secundair Unierecht – naast de richtlijn, die zich primair tot de lidstaten richt – is de verordening. De verordening heeft een algemene strekking, is verbindend in al haar onderdelen en is rechtstreeks van toepassing in elke lidstaat.⁶² Hartkamp behandelt summier de werking van verordeningen in het nationale privaatrecht. Hij geeft aan dat verordeningen doorgaans dwingend recht bevatten. Veel maatregelen van consumentenbescherming zijn vervat in richtlijnen, waarbij aan de nationale wetgever de bevoegdheid is gelaten vorm en middelen te kiezen om het door de richtlijn beoogde resultaat te bereiken.⁶³ Verordeningen laten die ruimte niet. Zij kunnen wat hun werking betreft worden vergeleken met een wet in materiële zin. Hartkamp sluit dan ook niet uit dat de Commissie in de toekomst met name op het gebied van consumentenbescherming de vorm van de verordening in plaats van de richtlijn zal kiezen. De problematiek van tijdige en correcte omzetting in het nationale recht en de noodzaak van richtlijnconforme interpretatie zou daarmee komen te vervallen.⁶⁴ Op het terrein van kapitaalmarkt en beleggersbescherming zet deze tendens naar verordeningen zich reeds nadrukkelijk door met de onlangs in werking getreden Verordening Marktmissbruik⁶⁵ en de in voorbereiding zijnde nieuwe Prospectusverordening,⁶⁶ welke de beide richtlijnen inzake deze beide onderwerpen (zullen) vervangen. Een en ander past in het streven naar een Europese kapitaalmarktunie.

Verordeningen hebben *directe* horizontale werking, in de zin dat particulieren er onderling rechtstreeks aanspraken aan kunnen ontleen.⁶⁷ Dit wordt onder meer bevestigd door het Muñoz-arrest van het Europese Hof van Justitie, waarbij

59 Asser/Hartkamp 3-I* 2015, nr. 158.

60 Zie par. 4.2.

61 Zie par. 4.3.1.

62 Art. 288 lid 2 VWEU (art. 249 lid 2 VEG (oud)).

63 Art. 288 lid 3 VWEU (art. 249 lid 3 VEG (oud)).

64 Zie voor dit alles Asser/Hartkamp 3-I* 2015, nrs. 191-197.

65 Verordening (EU) 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 inzake marktmissbruik (*PbEU* 2016 L 173/1), in werking getreden op 3 juli 2016.

66 De Europese Commissie lanceerde hiertoe een eerste voorstel op 30 november 2015 (COM 2015 (583) final; 2015/0268(COD)), waarover meer uitgebreid in par. 5.4.

67 Uitgangspunt moet daarbij naar mijn mening zijn, dat het gaat om bepalingen van verordeningen die onvoorwaardelijk en voldoende nauwkeurig zijn. Zulks in navolging van het criterium voor directe *verticale* werking van verdragsbepalingen; zie Asser/Hartkamp 3-I* 2015, nr. 9, Eijsbouts 2010, p. 251 en Amtenbrink & Vedder 2010, p. 174. Tevens moet de betreffende regel bedoeld zijn om rechten toe te kennen aan particulieren (Sieburgh 2007, p. 525 e.v.), althans impliceren dat particulieren zich er onderling op kunnen beroepen (Sieburgh 2007, p. 535 in het kader van het hieronder vermelde Muñoz-arrest).

het Hof een verbodsactie van een fruitteler tegen een importeur wegens schending van een verordening die het aanbrengen van bepaalde merktekens voorschreef, toewees.⁶⁸ Volgens Sieburgh is aannemelijk dat particulieren behalve een verbod ook vergoeding van geleden schade kunnen vorderen wegens schending van een verordening. De aansprakelijkheid is dan *rechtstreeks* in het Unierecht verankerd, in de zin dat schending van het Unierecht op zichzelf in een verplichting tot schadevergoeding resulteert. Sieburgh leidt dit af uit het hierboven genoemde Courage/Crehan-arrest en uit het Manfredi-arrest van het Europese Hof.⁶⁹ Wel moet worden voldaan aan een aantal voorwaarden in de sfeer van de onrechtmatigheid, relativiteit en causaal verband, waarvan de invulling deels aan het nationale recht wordt overgelaten. Maar het is niet nodig om deze *directe* aansprakelijkheid via de onrechtmatige daad naar nationaal recht (en daarmee dus *indirect*) te construeren. Dit laatste is wel het geval als het gaat om aansprakelijkheid wegens schending van normen vervat in een richtlijn, waaraan immers geen directe horizontale werking wordt toegekend.⁷⁰

De verordening die in dit kader bij uitstek van belang is, is de Prospectusverordening 809/2004/EG. De mogelijke doorwerking daarvan in het nationale recht zal hieronder aan de orde komen.⁷¹

68 HvJEG 17 september 2002, C-253/00, NJ 2003, 702 m.nt. M.R. Mok (Muñoz/Frumar), besproken door Sieburgh 2007, p. 534-536. Sieburgh ziet het Muñoz-arrest als een volgende stap op het gebied van directe horizontale werking van Unierecht, een tendens die al was ingezet met het in par. 4.3.1 genoemde Courage/Crehan-arrest uit 2001. In laatstgenoemd arrest wordt de mogelijkheid van directe horizontale werking van verdragsbepalingen (in dat geval het kartelverbod van art. 81 VEG (oud)) geïntroduceerd; uit het Muñoz-arrest blijkt dat naast verdragsbepalingen ook bepalingen van verordeningen directe horizontale werking kunnen hebben. Een van de overwegingen van het Hof om de vordering toe te wijzen is, dat privaatrechtelijke handhaving door marktpartijen onderling een bijdrage levert aan het verzekeren van de 'volle werking' en het 'nuttig effect' van de verordening. Hier lijkt wederom sprake te zijn van toepassing van het in par. 4.3.2 al aangeduide, zeer breed werkende effectiviteitsbeginsel in het Unierecht.

69 HvJEG 20 september 2001, C-453/99, NJ 2002, 43 (Courage/Crehan), zie par. 4.3.1; HvJEG 13 juli 2006, C-295/04-C-298/04, NJ 2007, 34 m.nt. M.R. Mok (Manfredi/Lloyd Adriatico).

70 Zie voor dit alles Sieburgh 2007, p. 518-524 en p. 534-536.

71 Zie par. 5.6.

5.1 Doelstellingen en pijlers

De Prospectusrichtlijn 2003/71 noemt als basisdoelstelling het tot stand brengen van één Europese kapitaalmarkt.¹ Daaraan gerelateerd zijn twee andere doelstellingen van de richtlijn, te weten beleggersbescherming enerzijds en het waarborgen van marktefficiëntie anderzijds. Nadruk wordt gelegd op de noodzaak om met name bij kleine beleggers en kleine en middelgrote ondernemingen het vertrouwen in de financiële markten te bevorderen. Uitgangspunt moet daarom zijn, dat de Prospectusrichtlijn in het bijzonder strekt tot bescherming van deze groep ondeskundige en onervaren beleggers.²

De algemene doelstellingen van de Prospectusrichtlijn moeten worden bereikt door de invoering van een maximaal geharmoniseerd regime voor de Europese kapitaalmarkt, waarin de richtlijn voorziet. Dat regime berust op drie belangrijke pijlers: 1. harmonisatie van de prospectusplicht en de vereisten inzake

¹ Prospectusrichtlijn, considerans (45).

² Prospectusrichtlijn, considerans (10), (16), (18) en (41). E. Ferran, hoogleraar vennootschaps- en effectenrecht te Cambridge en auteur van diverse publicaties over (de creatie van) een pan-Europese kapitaalmarkt, heeft gewezen op het bestaan van een politieke agenda die erop gericht is om EU-breed meer particuliere beleggers de effectenmarkt te laten betreden. Deze agenda is gebaseerd op economisch onderzoek, dat uitwijst dat een efficiënte pan-Europese *retail market* het bruto nationaal product van de EU met ongeveer 0,5-0,7 % zou verhogen. Zij wijst ook op mogelijke negatieve effecten. Zo zou de zuiverheid van de beurskoers en daarmee de efficiëntie van de markt negatief kunnen worden beïnvloed door '*irrational psychological impulses and cognitive weaknesses*' van de particuliere belegger, aan het licht gebracht door de wetenschap van de *behavioural finance*. Dergelijke overwegingen zouden juist pleiten voor de drastische stap om de particuliere belegger de toegang tot (bepaalde) effectenmarkten te ontzeggen. '*Investor exclusion*' is echter niet de route die de EU heeft gekozen. De voorkeur is gegeven aan het concept van *disclosure*, afgestemd op de behoeften van de particuliere belegger. Als voorbeelden kunnen worden genoemd de verplichting om prospectusinformatie te presenteren 'in een vorm die gemakkelijk te analyseren en te begrijpen is' (art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn); opname van een samenvatting 'in niet-technische bewoordingen' (art. 5 lid 2 Prospectusrichtlijn); prominente positionering van samenvatting en risicofactoren aan het begin van het prospectus (art. 25 lid 1 Prospectusverordening). Tegen deze aanpak is vanuit de hoek van de *behavioural finance* weer de bedenking opgeworpen dat een te eenvoudige voorstelling van zaken in het prospectus of in de samenvatting zou kunnen leiden tot '*investor over-confidence by giving unskilled investors a false sense of security about their understanding of the risks involved in trading activities and about their ability to compete on equal terms with more sophisticated investors.*' Zie voor dit alles Ferran 2004, p. 175-179. N. Moloney, hoogleraar in het recht van de financiële markten te Londen, wijst op *investor education* als mogelijk middel tegen de gevaren van *investor irrationality*. Zie Moloney 2008, p. 100. Sceptisch over de effectiviteit van uitgebreide informatievoorziening aan de niet-professionele belegger zijn Scheltema en Scheltema. Zij stellen dat het verschaffen van informatie wel de 'asymmetrie in ter beschikking staande gegevens' oplost, maar niet de 'asymmetrie in professionaliteit'. De niet-professionele belegger zal ondanks de beschikbare informatie zijn eigen belang op de markt niet goed kunnen behartigen, met name als het gaat om meer complexe producten waarvoor een risico-inschatting nodig is. Het gevaar van onprofessioneel en irrationeel gedrag wordt dan groot. Zie Scheltema & Scheltema 2009, p. 88-89.

inhoud, goedkeuring en publicatie van het prospectus; 2. aanwijzing van één centrale bevoegde autoriteit per lidstaat die prospectussen goedkeurt en toezicht houdt op de naleving van de richtlijn; 3. invoering van een ‘Europees paspoort’ voor prospectussen die door de bevoegde autoriteit van een lidstaat zijn goedgekeurd.

5.1.1 Prospectusplicht, -inhoud, goedkeuring en publicatie

De eerste pijler van de Prospectusrichtlijn houdt in, dat in het bijzonder de bepalingen met betrekking tot prospectusplicht en de inhoud, goedkeuring en publicatie van het prospectus maximaal worden geharmoniseerd. Volstaan wordt met een enkele opmerking over de inhoudelijke vereisten voor het prospectus.

De algemene norm van art. 5 Prospectusrichtlijn houdt in, dat het prospectus alle gegevens moet bevatten die noodzakelijk zijn om beleggers in staat te stellen zich een verantwoord oordeel te vormen over het vermogen, de financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van de uitgevende instelling en over de rechten die aan de effecten verbonden zijn, een en ander in het licht van de specifieke aard van de uitgevende instelling en van de effecten. Ter voldoening aan deze norm dient het prospectus minimaal de gegevens te bevatten, zoals gedetailleerd uiteengezet in de Prospectusverordening die de Europese Commissie op 29 april 2004 tot uitvoering van de richtlijn heeft uitgevaardigd.³ De door deze verordening voorgeschreven gegevens dienen inderdaad slechts te worden gezien als minimuminformatie. Dit volgt uit art. 7 Prospectusrichtlijn. Het overwegende principe blijft, dat het prospectus de gegevens dient te bevatten die noodzakelijk zijn voor het vormen van een verantwoord oordeel door de belegger.⁴

De uitvoerigheid van de voorgeschreven prospectusinformatie verschilt overigens naar gelang het type effect: voor (minder risico dragende) obligaties hoeft het prospectus minder uitvoerige informatie over de uitgevende instelling te bevatten dan voor (risico dragende) aandelen. Hiermee samenhangend is ook considerans (16) van de Prospectusrichtlijn relevant. Daaruit blijkt dat niet alleen het type effect, maar ook het type belegger tot welke het prospectus zich richt van belang is voor de daarin op te nemen informatie:

(16) ‘Een van de doelstellingen van deze richtlijn is het beschermen van beleggers. Het verdient bijgevolg aanbeveling met de uiteenlopende behoeften aan bescherming van de diverse categorieën beleggers rekening te houden, alsmede met hun deskundigheid. Voor aanbiedingen die uitsluitend voor gekwalificeerde beleggers zijn bedoeld, hoeft geen informatie te worden verstrekt door middel van de publicatie van een prospectus. (...)’

Deze overweging van de richtlijn lijkt het fundament te leggen voor een genuanceerd systeem van gedifferentieerde prospectusinformatie, die zoveel mogelijk is afgestemd op de behoeften van de verschillende categorie(ën) beleggers tot wie

3 Verordening 809/2004/EG van de Commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG wat de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opneming van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van reclame betreft (*PbEG* 2004, L 149), laatstelijk gewijzigd 1 juli 2012 (*PbEU* 2012, L 150). Deze berust op de bevoegdheidsdelegatie aan de Europese Commissie in art. 7 lid 1 Prospectusrichtlijn. Voor wat betreft de minimuminformatie is dus zelfs, als gevolg van deze rechtstreeks werkende, gedetailleerde verordening, sprake van unificatie op Europees niveau.

4 Zie Franx 2010, p. 600.

het prospectus zich richt.⁵ De wijze waarop de richtlijn en de verordening hierop voortbouwen is echter aanzienlijk minder genuanceerd. De richtlijn onderscheidt slechts twee categorieën beleggers, te weten gekwalificeerde en niet-gekwalificeerde (overige) beleggers. Voor aanbiedingen aan uitsluitend gekwalificeerde beleggers geldt geen prospectusplicht.⁶ Prospectusplicht is er evenmin voor aanbiedingen van effecten met een nominale waarde van tenminste € 100.000 of waarbij beleggers slechts ‘pakketten’ met een tegenwaarde van tenminste € 100.000 kunnen kopen.⁷ De gedachte hierachter is, dat aankopen van € 100.000 of meer in de regel uitsluitend zullen worden gedaan door beleggers met een zekere mate van ervaring of professionaliteit. Op die manier houdt onderscheid naar type effect tevens onderscheid naar type belegger in.

In afwijking van de door de hierboven geciteerde considerans (16) gewekte verwachting, is het systeem van de richtlijn en de verordening derhalve op het eerste gezicht nogal zwart-wit. Ofwel men is gekwalificeerde belegger of men wordt ervaren of professioneel geacht omdat men € 100.000 of meer investeert; in dat geval wordt bescherming geheel achterwege gelaten en is er bij aanbiedingen van effecten geen prospectusplicht. Ofwel de belegger wordt niet in enige mate ervaren of professioneel geacht, in welk geval hij de volledige hoeveelheid prospectusinformatie, zoals voorgeschreven door de toepasselijke bijlage(n) bij de Prospectusverordening, te verteren krijgt. De particuliere belegger dreigt dan als gevolg van een (te) grote hoeveelheid informatie door de bomen het bos niet meer te zien. Teneinde hem hiervoor te behoeden, schrijft art. 5 lid 2 Prospectusrichtlijn voor dat in het prospectus een samenvatting moet worden opgenomen.⁸

5.1.2 *Eén centrale bevoegde autoriteit per lidstaat*

De tweede pijler waarop het regime van de Prospectusrichtlijn berust, is de verplichting van elke lidstaat om één centrale bevoegde administratieve autoriteit aan te wijzen die verantwoordelijk is voor het vervullen van de in de richtlijn omschreven verplichtingen. Tevens dient deze centrale autoriteit de uitvoering van de richtlijn in zijn eigen lidstaat te waarborgen.⁹ Voor Nederland heeft dit betekend, dat het inhoudelijke toezicht op beursprospectussen per 1 juli 2005, de datum van implementatie van de Prospectusrichtlijn, is overgegaan van Euronext Amsterdam op de AFM. Ook ten aanzien van prospectussen voor het buiten-

5 In het kader van het federale effectenrecht van de Verenigde Staten spreken Loss en Seligman van ‘*differential disclosure*’: ‘With the recognition that most “average” investors do not read prospectuses but rather receive a “filtered” version of their content from intermediaries, we later emphasized the age of “differential disclosure”. Then the concern was with creating a document that not only has introductory summaries and clear, concise prose that can be understood by the “average” investor but also combines in that same document more detailed data that can be used by professional investors and “filtered” to nonprofessionals. Commission policies support both goals today’. De behoefte aan *differential disclosure* heeft in de Verenigde Staten geleid tot het zo genoemde Plain English Disclosure Initiative van de SEC. Dit initiatief leidde in 1998 tot de uitvaardiging van federale regelgeving op grond waarvan de voor- en achterpagina, de samenvatting en de risicofactoren volgens een aantal stricte taalkundige regels moeten worden opgesteld. Zie Loss & Seligman 2004, p. 184-187.

6 Art. 3 lid 2(a) Prospectusrichtlijn.

7 Art. 3 lid 2(c) en (d) Prospectusrichtlijn.

8 Aan de samenvatting wordt aandacht besteed in par. 5.5.7.

9 Art. 21 lid 1 Prospectusrichtlijn. De Tweede Wijzigingsrichtlijn 2010/78 voegt de nieuwe leden 1bis en 1ter aan art. 21 toe, op grond waarvan de bevoegde autoriteit van iedere lidstaat moet samenwerken met en de benodigde informatie moet verstrekken aan de European Securities and Markets Authority (ESMA). Deze nieuwe Europese toezichthouder voor de effectenmarkten is opgericht bij Verordening 1095/2010/EU van 24 november 2010 (*PbEU* 2010 L 331/84).

beurssegment kreeg de AFM per die datum goedkeuringsbevoegdheid. De inhoudelijke vereisten voor beurs- en buitenbeursprospectussen werden gelijk getrokken.

5.1.3 *Europees paspoort voor prospectussen*

Als derde pijler van het regime van de Prospectusrichtlijn kan het zo genoemde Europese paspoort voor prospectussen worden vermeld. Dit houdt in grote lijnen het volgende in. In het kader van het creëren van een pan-Europese kapitaalmarkt is het van belang dat op basis van één en hetzelfde prospectus effecten binnen de gehele EU kunnen worden aangeboden en kunnen worden toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt. Met het oog daarop bepaalt art. 17 Prospectusrichtlijn dat een prospectus dat is goedgekeurd door (de centrale autoriteit van) de lidstaat van herkomst van de uitgevende instelling, gebruikt kan worden voor een openbare aanbieding of toelating tot de handel in een willekeurig aantal andere lidstaten. ESMA en de bevoegde autoriteit van iedere lidstaat van ontvangst dienen in dat geval op verzoek van de uitgevende instelling een kennisgeving te ontvangen overeenkomstig art. 18 van de richtlijn. In die kennisgeving bevestigt de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst, die het prospectus heeft goedgekeurd, dat het prospectus in overeenstemming met de richtlijn is opgesteld. Deze kennisgeving gaat vergezeld van het goedgekeurde prospectus.¹⁰

5.2 **Harmoniserend effect voor prospectusaansprakelijkheid**

Voor het leerstuk van prospectusaansprakelijkheid is het harmoniserend effect van de Prospectusrichtlijn zeer beperkt. Art. 6 lid 1 van de richtlijn geeft beperkt houvast voor wat betreft de verantwoordelijkheid voor de in het prospectus verstrekte informatie. Deze verantwoordelijkheid dient ten minste te berusten bij de uitgevende instelling zelf of bij zijn leidinggevend, toezichthoudend of bestuursorgaan, de aanbieder, de aanvrager van de toelating tot de handel van effecten op een gereglementeerde markt of de garant. Gelet op de ruime keuzemogelijkheid die deze bepaling de lidstaten biedt, kan nauwelijks gesteld worden dat hiermee de verantwoordelijkheid voor prospectusinformatie in enige mate is geharmoniseerd.¹¹

Daarnaast dienen de lidstaten op grond van art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn te bewerkstelligen dat hun wettelijke bepalingen inzake civielrechtelijke aansprakelijkheid van toepassing zijn op de personen die verantwoordelijk zijn voor de prospectusinformatie. Hiermee is slechts geregeld *dat* prospectusverantwoorde-

10 Zie voor een meer uitvoerige beschrijving van het systeem van het Europese paspoort Van de Vijver 2010, p. 550-552. Van de Vijver wijst erop dat in sommige lidstaten van ontvangst nog andere formaliteiten bestaan die vervuld moeten worden voordat tot aanbieder of toelating tot de handel kan worden overgegaan, zoals lokale advertentie- of deponeringsverplichtingen. Dergelijke extra verplichtingen zijn mogelijk in strijd met – de geest van – de Prospectusrichtlijn.

11 In kritische zin over art. 6 lid 1 Prospectusrichtlijn: Franx 2004, par. 2.1. Een punt van kritiek is met name, dat in het systeem van de richtlijn kan worden volstaan met een verantwoordelijkheidsverklaring van de uitgevende instelling zelf, zonder dat enig vennootschappelijk orgaan verantwoordelijkheid neemt. Dit voegt niet veel toe aan de aansprakelijkheid die toch al op de uitgevende instelling rust als zij misleidende mededelingen in een prospectus doet. Daarnaast wijkt dit af van het systeem van de oudere richtlijnen 89/298/EG en 2001/34/EG, zonder dat daarvoor in het totstandkomingsproces een duidelijke motivering is gegeven.

lijkheid onder het civiele recht van de lidstaten tot (de mogelijkheid van) prospectusaansprakelijkheid zal moeten leiden. *Welke* bij een emissie betrokken personen precies verantwoordelijk en mogelijk aansprakelijk zijn, wordt in het midden gelaten. Op vraagstukken van onrechtmatigheid, relativiteit, toerekenbaarheid, causaliteit en schade, die de bouwstenen van delictuele aansprakelijkheid vormen, gaat de richtlijn in het geheel niet in. Daardoor is bij de totstandkoming van de richtlijn discussie over het civiele aansprakelijkheidsrecht in den brede vermeden en is tijdwinst geboekt.

5.3 Verhouding tot Richtlijnen 84/450 (MVR) en 2005/29 (OHP)

Bij het onderzoeken van mogelijke doorwerking van de Prospectusrichtlijn in het civiele recht is een opmerking vooraf op zijn plaats. De afdelingen 6.3.3A en 6.3.4 BW zijn zelf de resultante van omzetting van respectievelijk Richtlijn 2005/29 inzake oneerlijke handelspraktijken en Richtlijn 84/450 inzake misleidende reclame. Deze beide richtlijnen kunnen worden beschouwd als de ‘moederrichtlijnen’ van de BW-regeling. Hoe verhouden enerzijds de Prospectusrichtlijn en anderzijds de Richtlijnen 84/450 en 2005/29 zich doorwerkingstechnisch tot elkaar? Ofwel: aan welk van beide komt bij doorwerking voorrang toe in geval de respectieve beginselen en bepalingen zich niet of moeilijk met elkaar verdragen? Hierover bepaalt art. 3 lid 4 Richtlijn OHP als volgt:

Art. 3 lid 4

‘In geval van strijdigheid tussen de bepalingen van deze richtlijn en andere communautaire voorschriften betreffende specifieke aspecten van oneerlijke handelspraktijken, prevaleren laatstgenoemde voorschriften en zijn deze van toepassing op deze specifieke aspecten.’

Daarnaast wordt in considerans (10) van de Richtlijn OHP overwogen:

‘Deze richtlijn moet in overeenstemming zijn met de bestaande communautaire wetgeving, met name ten aanzien van de gedetailleerde bepalingen betreffende oneerlijke handelspraktijken die op die specifieke sectoren van toepassing zijn. (...) Deze richtlijn is bijgevolg slechts van toepassing voor zover er geen specifieke communautaire wetsbepalingen bestaan betreffende specifieke aspecten van oneerlijke handelspraktijken, zoals [curs. jpf] de informatieverplichtingen en regels voor de wijze waarop de informatie aan de consument wordt gepresenteerd. (...) De richtlijn vormt bijgevolg een aanvulling op het ‘acquis communautaire’ dat van toepassing is op handelspraktijken die de economische belangen van consumenten schaden.’

Onder verwijzing naar deze passages bevestigde de Minister van Justitie tijdens de mondelinge behandeling van de Wet OHP in de Eerste Kamer dat voor uitgaande instellingen de regels van de Prospectusrichtlijn leidend zijn. Voor de inhoud van het prospectus, de verkrijgbaarstelling en de prijsvorming kan worden volstaan met het volgen van de regels uit die richtlijn zoals geïmplementeerd in de Wet op het financieel toezicht. In geval van strijdigheid van de Wet OHP met de regels van de Prospectusrichtlijn prevaleren de laatste.¹²

¹² Handelingen I, 23 september 2008, nr. 1, p. 29-30.

5.4 Van Prospectusrichtlijn 2003/71 naar een nieuwe Prospectusverordening

Op 30 september 2015 lanceerde de Europese Commissie een plan om de financieringsfunctie van de Europese kapitaalmarkt te versterken, het Capital Market Union Action Plan.¹³ Doel van dit plan is onder meer het wegnemen van nog steeds aanwezige interne barrières tussen lidstaten, die tot fragmentatie van de kapitaalmarkt op pan-Europees niveau leiden. Ook wil de Commissie de drempel om een beroep te doen op de kapitaalmarkt voor (in het bijzonder kleine en middelgrote) ondernemingen verlagen. Een belangrijke maatregel in dit verband is het voornemen tot modernisering van Prospectusrichtlijn 2003/71, welke zal worden getransponeerd in een nieuwe Prospectusverordening. Een voorstel voor deze nieuwe verordening is door de Commissie gepubliceerd op 30 november 2015.¹⁴ De nieuwe Prospectusverordening zal in de plaats treden van de huidige Prospectusrichtlijn 2003/71, welke wordt ingetrokken.¹⁵

De concept verordening creëert een lichter disclosure regime voor kleine en middelgrote ondernemingen en voor vervolgemissies van ondernemingen waarvan de effecten reeds op een gereguleerde markt worden verhandeld. Ook wordt aangestuurd op betere toegankelijkheid van het prospectus voor (particuliere) beleggers door de samenvatting in de vorm te gieten van een 'key information document' en door het beperken van generieke risicofactoren die onvoldoende op de specifieke kenmerken van de uitgevende instelling zijn toegesneden. De gedachte is, dat dergelijke risicofactoren met name door de uitgevende instelling worden opgenomen om zich in te dekken tegen aansprakelijkheid, waardoor de toegankelijkheid van het prospectus voor beleggers alleen maar afneemt.

Wat zijn voor het onderwerp van deze studie de directe gevolgen van de nieuwe Prospectusverordening? Deze zijn er naar mijn mening niet. De van ambitie blakende inleidingen van het Capital Markets Union Plan en de nieuwe verordening ten spijt, heeft de Commissie kennelijk geen moment overwogen om een aanzet te geven voor verder gaande harmonisatie van de aansprakelijkheid voor een misleidend prospectus. Het nationale aansprakelijkheidsrecht van de lidstaten blijft leidend. De door de Commissie zo verfoeide fragmentatie van de Europese kapitaalmarkt wordt, zodra beleggingsschade is opgelopen en beleggers zijn aangewezen op verhaal, blijkbaar voor lief genomen. Het huidige art. 6 Prospectusrichtlijn 2003/71 wordt vrijwel één-op-één in art. 11 van de concept verordening ingekopieerd.¹⁶ Aan deze bepaling wordt noch in de inleiding noch in de considerans van de concept verordening ook maar een woord gewijd. Daarmee blijft prospectusaansprakelijkheid op het niveau van het Europese Unierecht een ondergeschoven kind.¹⁷

13 Action Plan on Building a Capital Markets Union, COM (2015) 468 final.

14 COM 2015 (583) final; 2015/0268(COD).

15 Zie concept Prospectusverordening, art. 44 lid 1. Daarmee komt de huidige Prospectusverordening 809/2004, die tot uitvoering van de Prospectusrichtlijn strekt, eveneens te vervallen. De daarin vervatte inhoudelijke prospectusvoorschriften zullen deel uitmaken van de nieuwe, integrale Prospectusverordening.

16 Er zijn enkele kleine redactionele wijzigingen, die n.m.m. geen inhoudelijke betekenis hebben.

17 In 2011 heeft de Commissie kortstondig belangstelling voor het onderwerp getoond door ESMA te vragen een vergelijkend overzicht te maken van prospectusaansprakelijkheidsregimes in de lidstaten 'in order to identify and monitor the different arrangements'. Dit vergelijkende rapport is door ESMA opgeleverd op 30 mei 2013 en is als document ESMA/2013/619 gepubliceerd op <https://www.esma.europa.eu/databases-library>. Het rapport heeft een zeer 'high level' karakter.

Resteert de vraag of de transponering van richtlijn naar verordening doorwerkingstechnisch tot andere resultaten leidt. Ook dit is naar mijn mening niet het geval. Anders dan Prospectusrichtlijn 2003/71 zal de nieuwe Prospectusverordening directe horizontale werking hebben. De regels van de verordening maken rechtstreeks deel uit van het materiële recht van de lidstaten.¹⁸ Dit neemt echter niet weg dat de noodzaak om te streven naar synergie tussen de overwegend publiekrechtelijke voorschriften van de verordening en het nationale civiele recht onveranderd blijft. Doorwerking van deze publiekrechtelijke voorschriften in het civiele (aansprakelijkheids)recht is daarvoor de geëigende weg.¹⁹

Naar verwachting zal de nieuwe Prospectusverordening in de loop van 2017 in werking treden en zal deze vanaf 24 maanden na inwerkingtreding in de lidstaten moeten worden toegepast. Prospectusrichtlijn 2003/71 zal worden ingetrokken. In het vervolg van deze studie zal aan deze transponering geen aandacht worden besteed en zal telkens worden verwezen naar art. 6 Prospectusrichtlijn 2003/71. Het vrijwel identieke art. 11 van de concept verordening kan daarvoor in de plaats worden gelezen.

5.5 Doorwerking in het civiele recht

Eerder²⁰ werd vastgesteld dat doorwerking van Unierecht in nationaal recht allereerst plaatsvindt, omdat de lidstaten uit hoofde van art. 4 lid 3 VEU verplicht zijn alle maatregelen te treffen om de nakoming van hun verdragsverplichtingen te verzekeren. Voor richtlijnen bepaalt art. 288 lid 3 VWEU dat zij voor de lidstaten verbindend zijn ten aanzien van het te bereiken resultaat. Op grond van deze verplichting worden richtlijnen door de nationale wetgever omgezet in nationaal recht. Voor de nationale rechter hebben voornoemde verplichtingen eveneens consequenties. Hij dient, waar mogelijk of noodzakelijk, zijn bijdrage aan de volle werking van het Unierecht te verlenen.

Ook in aangelegenheden van prospectusaansprakelijkheid moeten de relevante Unierechtelijke regelingen in het nationale recht doorwerken. Dit geldt in de eerste plaats voor de beide ‘moederrichtlijnen’, te weten Richtlijn 84/450 inzake misleidende reclame en Richtlijn 2005/29 inzake oneerlijke handelspraktijken. Doorwerking daarvan wordt bewerkstelligd doordat zij zijn omgezet in de afdelingen 6.3.3A en 6.3.4 BW. Mocht sprake zijn van een omzettingsgebrek, dan kan de nationale rechter doorwerking alsnog bewerkstelligen door zijn eigen recht richtlijnconform te interpreteren dan wel de open normen van zijn recht te laten inkleuren door normen van de beide richtlijnen. Wanneer dit laatste plaatsvindt in verhoudingen tussen particulieren, wordt gesproken van indirecte horizontale werking van de richtlijn. Richtlijnconforme interpretatie kan ook aan de orde zijn in geval de richtlijn wel correct is omgezet.

Door mij is betoogd dat gevallen van prospectusaansprakelijkheid niet alleen onder het toepassingsbereik van de Richtlijnen MVR en OHP, maar ook onder dat van de Prospectusrichtlijn vallen. Het is dan ook wenselijk dat de belangrijk-

18 Zie par. 4.3.4.

19 Zie in algemene zin par. 4.2.

20 Zie par. 4.3.

ste beginselen en bepalingen van de Prospectusrichtlijn – in ieder geval voor zover deze raken aan beleggersbescherming als voornamelijk doelstelling – doorwerken in het nationale civiele recht. Dit bevordert de volle werking en het nuttig effect van het Unierecht.²¹ Na vervanging van Prospectusrichtlijn 2003/71 door een nieuwe Prospectusverordening²² zal dit niet anders zijn. Reeds in het Muñoz-arrest van 2002 heeft het Europese Hof uitgemaakt dat, teneinde de volle werking en het nuttig effect van een verordening te verzekeren, de nationale rechter verplicht is erop toe te zien dat particulieren naleving daarvan in een civiel proces kunnen afdwingen.²³ A fortiori kan worden betoogd dat verordeningen – ook wanneer deze, zoals de Prospectusverordening, een publiekrechtelijk karakter hebben – de normen van het nationale privaatrecht dienen in te kleuren. Dit bevordert niet alleen het nuttig effect en de volle werking van de verordening, maar ook de door A.H. en M. Scheltema bepleite synergie tussen nationaal publiekrecht (waartoe de verordening door haar rechtsstreekse werking materieel kan worden gerekend) en nationaal privaatrecht.²⁴

Hieronder worden de beginselen, bepalingen en begrippen van Prospectusrichtlijn 2003/71 die voor doorwerking in het privaatrecht in aanmerking komen in kaart gebracht alsmede de weg waarlangs doorwerking kan plaatsvinden.

5.5.1 *Prospectusbegrip*

5.5.1.1 (GEEN) DEFINIËRING IN WET EN RICHTLIJN

Het is opvallend dat het begrip prospectus noch in de Europese noch in de nationale regelgeving is gedefinieerd. Wel is in de ontwerpfasen van de Wet van 1928 een poging tot definiëring gedaan. Het ontwerp-Nelissen uit 1910 bevat in art. 38b de volgende definitie:

Artikel 38b

Een prospectus, waaronder is te verstaan een stuk, dat verspreid wordt en dat bestemd is om door mededeelingen omtrent eene op te richten of reeds bestaande naamloze vennootschap de gelegenheid te bieden tot het nemen van aandelen of schuldbrieven dier naamloze vennootschap, of van certificaten daarvan (...)

In de daaropvolgende wetsontwerpen Heemskerk (1927) en Donner (1928) is definiëring van het prospectusbegrip achterwege gelaten. In de Wet van 1928, die de eerste bijzondere regeling van prospectusaansprakelijkheid bevat, is niet alleen definiëring van het begrip weggelaten, maar wordt het in het geheel niet gebezigd. Artikel 1416a BW (oud) spreekt van openbaarmaking van ‘gegevens’. Het voordeel van een dergelijke *catch-all* term is, dat het moeilijker wordt de regeling te ontduiken door het gebruik van informatiedocumenten die qua vorm of inhoud buiten het prospectusbegrip vallen.

21 Vergelijk het pleidooi van Tison 2010, par. 1, laatste alinea voor doorwerking in het nationale privaatrecht van de vele gedetailleerde (publiekrechtelijke) verplichtingen die de MiFID oplegt aan beleggingsondernemingen. Tison beroept zich op het te verwezenlijken *effet utile* van richtlijnen.

22 Zie par. 5.4.

23 Zie par. 4.3.4 met vermelding van HvJEG 17 september 2002, C-253/00, NJ 2003, 702 m.nt. M.R. Mok (Muñoz/Frumar).

24 Zie par. 4.2.

Zelfs Prospectusrichtlijn 2003/71 en art. 1:1 Wft geven geen definitie van het begrip prospectus. Wel wordt het basisprospectus²⁵ gedefinieerd in art. 2 lid 1(r) Prospectusrichtlijn:

Art. 2 lid 1(r)

‘basisprospectus’: een document dat in geval van een supplement alle in de artikelen 5, 7 en 16 omschreven relevante informatie bevat met betrekking tot de uitgevende instelling en de effecten die aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten, alsmede – naar keuze van de uitgevende instelling – de definitieve voorwaarden van de aanbieding.

Deze definitie knoopt aan bij de inhoudelijke vereisten vervat in de art. 5, 7 en 16 Prospectusrichtlijn²⁶ en zou – met weglating van de verwijzing naar definitieve voorwaarden, die specifiek zijn voor het basisprospectus – ook betrekking kunnen hebben op het ‘gewone’ eendelige prospectus. Daarvoor gelden immers de genoemde inhoudelijke vereisten evenzeer. Langs deze weg is het mogelijk om tot een afgeleide definitie onder de Prospectusrichtlijn te komen. Van een prospectus in de zin van de richtlijn is kennelijk sprake bij een document, dat betrekking heeft op een aanbieding van effecten aan het publiek of toelating van effecten tot de handel²⁷ en dat aan de inhoudelijke vereisten van diezelfde richtlijn voldoet. De richtlijn hanteert een materieel criterium. Ook voordat het document formeel door de bevoegde nationale toezichthouder is goedgekeurd, lijkt al van een prospectus in de zin van de richtlijn te kunnen worden gesproken.

5.5.1.2 AANBOD AAN HET PUBLIEK(?)

Verschillende schrijvers zijn tot uiteenlopende definities van het prospectusbegrip gekomen. *Hartkamp en Sieburgh*²⁸ omschrijven het prospectus als:

‘(...) een geschrift, waardoor het publiek wordt uitgenodigd tot het nemen van aandelen of schuldbrieven, uit te geven o.a. door een onderneming of een publiekrechtelijke rechtspersoon.’

Een uitgebreidere definitie wordt gegeven door *Raaijmakers*²⁹:

-
- 25 Het basisprospectus mag worden gebruikt wanneer, kort gezegd, obligaties worden aangeboden of uitgegeven in het kader van een aanbiedingsprogramma of door kredietinstellingen op doorlopende of periodieke basis. De charme van het basisprospectus is, dat het gedurende de twaalf maanden waarin het geldig is voor een onbeperkt aantal obligatie-emissies kan worden gebruikt (totdat het maximum bedrag van het programma is bereikt, dat zonodig kan worden verhoogd door middel van een aanvullend prospectus). Per emissie kunnen de definitieve voorwaarden – waaronder nominaal bedrag, looptijd en rente – worden gepubliceerd en bij de AFM worden gedeponereerd. Dit systeem, dat in de Anglosaksische kapitaalmarkt bekend staat als een vorm van ‘*shelf registration*’ – het prospectus wordt tevoren goedgekeurd en de aan te bieden effecten worden als het ware alvast ‘op de plank gelegd’ – maakt het mogelijk om op zeer korte termijn te emitteren en daarmee in te spelen op fluctuerende rentes. De Nederlandse implementatieregeling met betrekking tot het basisprospectus is neergelegd in art. 5:16 Wft. Meer uitgebreid over *shelf registration* onder de Prospectusrichtlijn en in de VS: Franx 2005a.
- 26 Art. 5 Prospectusrichtlijn betreft de algemene disclosure standaard, geïmplementeerd in art. 5:13 lid 1 Wft; art. 7 Prospectusrichtlijn betreft de specifieke disclosures zoals voorgeschreven door de – rechtstreeks werkende – Prospectusverordening; art. 16 Prospectusrichtlijn, geïmplementeerd in art. 5:23 Wft, betreft het aanvullend prospectus dat moet worden opgesteld indien zich tussen het tijdstip van goedkeuring van het prospectus door de AFM en het tijdstip van afsluiting van de aanbieding c.q. aanvang van de beurshandel een belangrijke nieuwe ontwikkeling voordoet of indien een materiële vergissing of onjuistheid in het prospectus wordt geconstateerd.
- 27 Waarbij mijns inziens gelezen moet worden: ‘op een gereguleerde markt’. Zie art. 3 lid 3 Prospectusrichtlijn.
- 28 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 305.
- 29 Raaijmakers 1995, p. 223.

‘Een prospectus is een document waarmee een (rechts)persoon of instelling zich richt tot het publiek en dat een eenzijdig aanbod behelst tot het nemen of ruilen van effecten, zulks onder uiteenzetting van aard en inhoud van de aangeboden effecten, de identiteit en inrichting van de uitgevende instelling en omtrent haar financiële gegevens en verwachtingen.’

Perrick en De Serièrè³⁰ typeren het prospectus als volgt:

‘In het algemeen worden effecten aan het publiek aangeboden te zamen met de publicatie van een prospectus. In het prospectus wordt aan het belegend publiek een aanbod gedaan om in te schrijven op de in het prospectus omschreven effecten.’

De bovengenoemde schrijvers karakteriseren allen het prospectus als een document waarmee (a) een aanbod dan wel een uitnodiging tot het doen van een aanbod wordt gedaan en (b) het publiek wordt benaderd. Enkele andere schrijvers zijn eveneens van mening dat deze beide elementen deel uitmaken van het prospectusbegrip. Sommigen van hen geven daarbij een eigen definitie.³¹

Ad a. (Uitnodiging tot het doen van een) aanbod

De Rooy is van mening dat bovengenoemde definities te beperkt zijn, omdat zij er alle van uitgaan dat alleen sprake is van een prospectus in geval van een document dat een aanbod tot het nemen (of ruilen) van effecten behelst. Daarmee wordt eraan voorbijgegaan dat vele prospectussen een dergelijk aanbod niet bevatten.³² Commentaar van gelijke strekking werd al eerder gegeven door *Maris en Boele*.³³ Naar aanleiding van laatstgenoemd commentaar maken *Jansen, Schreuder en Verhagen*³⁴ de observatie, als ik hen goed begrijp, dat de vraag of het prospectusbegrip al dan niet een aanbodselement dient te bevatten, geen praktische consequenties lijkt te hebben. Naar hun mening zal in de meeste gevallen een prospectus ‘materieel gezien’ wel een aanbod bevatten of tenminste een uitnodiging tot het doen van een aanbod. Dit is echter niet altijd evident. Er bestaat wel degelijk een categorie prospectussen die uitsluitend worden uitgebracht met het oog op toelating van effecten tot de handel ter beurze, zonder dat sprake is van enige plaatsing bij beleggers.³⁵ Met andere woorden, een primaire

30 Perrick & De Serièrè 1991, p. 103.

31 Blom 1996, p. 4-5 neigt naar kwalificatie van het prospectus als een uitnodiging tot het nemen van effecten. In dezelfde zin *Van der Heijden/Van der Grinten* 1992, nr. 105. *Timmerman* 1996, par. 7, is van mening dat het prospectus een aanbod *kan* inhouden, maar dat zulks niet het geval *hoeft* te zijn. Hij laat zowel de mogelijkheid van een aanbod als van een uitnodiging tot het doen van een aanbod open. In laatstgenoemde zin eveneens *Van der Velden* 2003, p. 689-690, die in een eerdere publicatie nog stelde dat het prospectus deel uitmaakt van een aanbod (*Van der Velden* 1997, p. 146). *Blom & Boll* 1995, p. 169 en 172-173 kwalificeert het prospectus als een aanbod en geeft op p. 164-167 een korte ‘definiëringsgeschiedenis’ van het prospectus. *Van der Pauw & Stevens* 1999, p. 76-77 spreken (ten aanzien van het tot 1 juli 2005 in de praktijk gangbare voorlopige prospectus) van een uitnodiging tot het doen van een aanbod. Deze laatste kwalificatie, die zich zowel uitdrukt in termen van aanbod en aanvaarding als aansluit bij de gangbare emissiepraktijk (ook nu het voorlopig prospectus in onbruik is geraakt), zou mijn voorkeur hebben. Zie ook *Franx* 2005, p. 435.

32 Aldus *De Rooy* 2003, p. 78. Uit de context blijkt dat *de Rooy*, als hij het over een aanbod heeft, hier ook de uitnodiging tot het doen van een aanbod bedoelt.

33 Zie *Maris & Boele* 1994, p. 142.

34 *Jansen, Schreuder & Verhagen* 2003, p. 10-11.

35 Enkele praktijkvoorbeelden werden genoemd in par. 3.2.2.3 sub a, noot 19. Het betreft in die gevallen buitenlandse vennootschappen die elders reeds een notering hebben en die een tweede notering op Euronext Amsterdam nastreven, zonder dat deze met een emissie of herplaatsing gepaard gaat. *De Rooy* 2003, p. 78, noemt eveneens de categorie van tweede noteringen van buitenlandse vennootschappen. Daarnaast noemt hij bepaalde Euro-obligatieleningen die enkele weken nadat zij bij derden zijn geplaatst worden genoteerd, waarbij het prospectus pas bij notering wordt uitgebracht.

markttransactie ontbreekt, er is uitsluitend sprake van een ‘technische notering’. De vraag is dan, of het enkele feit dat beleggers in de secundaire markt kennis kunnen nemen van het betreffende prospectus, voldoende is om aan te nemen dat – in de bewoordingen van Jansen c.s. ‘materieel gezien’ – toch sprake is van het ‘aanbieden van goederen’ in de zin van art. 6:194 BW dan wel van een ‘rechtstreeks verband met verkoopbevordering, verkoop of levering’ zoals vereist in de definitie van ‘handelspraktijk’ in art. 6:193a lid 1(d) BW. Deze kwestie, die mede bepalend is voor het toepassingsgebied van de bijzondere regeling vervat in de afdelingen 6.3.3A en 6.3.4, is behalve voor de uitgevende instelling eveneens van belang voor de partij die als listing agent de technische notering begeleidt.³⁶

Aan Jansen c.s. kan worden toegegeven dat het belang van een zuivere definitie van ‘prospectus’ in die zin relatief is, dat de afdelingen 6.3.3A en 6.3.4 BW zich niet van deze term bedienen. Het gaat in die afdelingen om misleidende ‘handelspraktijken’ respectievelijk ‘mededelingen’.

Ad b. Aan het publiek

Zoals uit de hierboven weergegeven definities blijkt, wordt het begrip prospectus, wanneer het gaat om een aanbieding van effecten aan beleggers, in de literatuur gereserveerd voor ‘aanbiedingen aan het publiek’. Dit criterium kan aanleiding geven tot misverstanden. De door de verschillende auteurs gegeven definities dateren alle nog van vóór 1 juli 2005, de datum waarop de Prospectusrichtlijn 2003/71 in onze nationale wetgeving werd geïmplementeerd.³⁷ Het begrip ‘aanbieding aan het publiek’ had in die periode nog niet de bijzondere lading die het nu heeft.³⁸ Toentertijd werd bedoeld op een (in de praktijk doorgaans breed uitgezette) plaatsing bij beleggers, die niet een afgebakende groep vormden.³⁹ Sinds de implementatie van Prospectusrichtlijn 2003/71 per 1 juli 2005 is ‘aanbieden van effecten aan het publiek’ gedefinieerd in art 5:1 sub (a) Wft en wel als volgt:

Art 5:1 sub (a)

‘aanbieden van effecten aan het publiek’: het doen van een tot meer dan één persoon gericht voldoende bepaald aanbod als bedoeld in artikel 217, eerste lid, van Boek 6 van het Burgerlijk Wetboek, tot het aangaan van een overeenkomst tot het kopen of anderszins verkrijgen van effecten dan wel een uitnodiging tot het doen van een aanbod op dergelijke effecten.⁴⁰

Uit deze bepaling volgt, dat een aanbieding van effecten aan twee personen volgens de Prospectusrichtlijn al kwalificeert als een aanbieding aan het publiek. Voor aanbiedingen aan uitsluitend gekwalificeerde beleggers of aan minder dan 150 personen in dezelfde jurisdictie geldt echter op basis van art. 3 lid 2(b) Pro-

36 Mogelijke aansprakelijkheid van de listing agent voor het prospectus wordt behandeld in par. 13.6.3.

37 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 305 bouwt voort op definiëring in eerdere drukken.

38 Destijds was ook de term ‘openbare aanbieding’ gangbaar. Illustratief is considerans (7) van Richtlijn 89/298/EEG van de Raad van 17 april 1989 tot coördinatie van de eisen gesteld aan de opstelling van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus dat moet worden gepubliceerd bij een openbare aanbieding van effecten (*PbEG* 1989 L 124/8), een van de voorgangers van de huidige Prospectusrichtlijn 2003/71: ‘Overwegende dat het tot nu toe niet mogelijk is geweest een gemeenschappelijke definitie van de term ‘openbare aanbieding’ en de componenten ervan te vinden.’

39 In termen van het toen nog van kracht zijnde art. 3 lid 1 Wte 1995: een aanbieding ‘buiten besloten kring’. Dit criterium was destijds aanleiding voor vele vragen.

40 Art. 5:1(a) Wft is de implementatie in BW-terminologie van art. 2 lid 1(d) Prospectusrichtlijn. Het richtlijnartikel bergt, in meer algemene bewoordingen, ook het bepaaldheidsvereiste in zich. Art. 2 lid 1(d) van de nieuwe concept Prospectusverordening (COM (2015) 583 final; 2015/0268(COD)) is gelijk luidend.

pectusrichtlijn⁴¹ geen prospectusplicht. Wanneer voor dergelijke aanbiedingen toch op vrijwillige basis een informatiedocument voor beleggers wordt opgesteld, gelden de inhoudelijke vereisten van de Prospectusrichtlijn niet. Een dergelijk aanbiedingsdocument wordt in de praktijk wel aangeduid als *private placement memorandum* en bevat minder uitvoerige informatie dan een prospectus in de zin van de richtlijn.

Informatiedocumenten die strekken tot toelating tot de handel op een niet-gereguleerde markt worden doorgaans evenmin aangeduid als prospectus, maar met een sterielere term. De inhoud van dergelijke toelatingsdocumenten wordt bepaald door de reglementen van het betreffende handelsplatform, die in het algemeen minder strenge inhoudelijke eisen stellen dan de Prospectusrichtlijn.⁴²

Ter afsluiting van het bovenstaande kan worden geconcludeerd, dat de term ‘prospectus’ in de tegenwoordige tijd – i.e. na implementatie op 1 juli 2005 van de Prospectusrichtlijn – in beginsel wordt gereserveerd voor informatiedocumenten die op grond van de richtlijn *verplicht* moeten worden opgesteld, moeten voldoen aan de inhoudelijke vereisten van de richtlijn, door de bevoegde toezichthouder moeten worden goedgekeurd en vervolgens op een van de door de richtlijn voorgeschreven wijzen moeten worden gepubliceerd. Dat is het geval bij aanbiedingen van effecten aan het publiek of toelatingen tot de handel op een gereguleerde markt⁴³, waarvoor onder het regime van de Prospectusrichtlijn geen uitzondering op of vrijstelling van de prospectusplicht geldt. De term ‘prospectus’ is in dit kader gerelateerd aan de (door de Prospectusrichtlijn uitvoerig geregelde) *prospectusplicht*. Een dergelijke afgebakende, beperkte betekenis van het begrip prospectus is niet gangbaar in het kader van *prospectusaansprakelijkheid*. Dit is meer een containerbegrip dat wordt gebruikt voor aansprakelijkheid voor allerhande op verkoop gerichte informatiedocumenten, waaronder ook het eerder genoemde *private placement memorandum* bij kleinere aanbiedingen en het informatiedocument bij toelating tot een niet-gereguleerde markt. In het kader van dit boek zal van dit meer gangbare, ruimere prospectusbegrip worden uitgegaan.

5.5.1.3 (GEEN) DOORWERKING

De Europese richtlijnen 84/450 inzake misleidende reclame, 97/55 inzake vergelijkende reclame en 2005/29 inzake oneerlijke handelspraktijken maken deel uit van het breed opgezette Europese systeem van consumentenbescherming. Zij zijn dus gericht op bescherming van de consument in het algemeen, niet specifiek

41 Art. 3 lid 2(b) Prospectusrichtlijn wordt geïmplementeerd door art. 5:3 lid 1(b) Wft. Na aanpassing van deze bepaling per 1 juli 2012 in verband met herziening van de Prospectusrichtlijn is de groep (particuliere) beleggers aan wie zonder prospectus in Nederland mag worden aangeboden vergroot van 100 naar 150.

42 Zo spreekt het Alternext Markets Rulebook (geharmoniseerd reglement van 15 februari 2012, te vinden op <http://www.europeanequities.nyx.com>) in art. 1.1 (definitions) van ‘Information Document’. Voor toelating tot de Alternative Investment Market (AIM) van de London Stock Exchange moet een ‘Admission Document’ worden opgesteld (zie art. 3 van de AIM Rules for companies, versie februari 2010, te vinden op <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisers/aim>). Overigens, wanneer toelating van een uitgevende instelling tot een niet-gereguleerde markt gepaard gaat met een aanbieding aan het publiek, zal toch een prospectus onder (de implementatiewetgeving van) de Prospectusrichtlijn moeten worden opgesteld.

43 De gereguleerde markt is gedefinieerd in art. 4 lid 1 sub 14 MiFID (geïmplementeerd in art. 1:1 Wft) en geregeld in titel III MiFID (geïmplementeerd in art. 5:26-32m Wft).

op bescherming van de belegger. Onder het regime van afdeling 6.3.3A BW gaat het om de vraag of prospectusinformatie kan worden gekwalificeerd als een misleidende handelspraktijk, meer in het bijzonder – in de bewoordingen van art. 6:193a lid 1(d) – als een misleidende voorstelling van zaken of commerciële communicatie. Onder de regeling van afdeling 6.3.4 BW gaat het om de vraag of sprake is van een misleidende mededeling. Voor beide afdelingen is vereist dat het karakter van de communicatie respectievelijk mededeling verkoop bevorderend is.

Door de – zeer ruime – begrippen ‘mededelingen’ en ‘handelspraktijken’ te gebruiken wordt bereikt dat het toepassingsgebied van de regeling breed is. Het scherper omlinjende prospectusbegrip – in de zin van het verplichte, door de AFM goedgekeurde prospectus – dat zich onder het regime van de Prospectusrichtlijn heeft gevormd dient bij het aanbieden van effecten niet in te werken op de ruime begrippenkaders van afdeling 6.3.3A/6.3.4 BW. Een dergelijke doorwerking zou zich niet goed verhouden met het ruime toepassingsgebied van de Richtlijn en de Wet MVR/OHP, die allerhande verkoopgerichte mededelingen beogen te bestrijken. Ook het niet onder art. 5:2 Wft verplichte en niet door de AFM goedgekeurde, misleidende verkoopdocument wordt door de beide regelingen getroffen.

5.5.2 *Effectieve rechtsbescherming van beleggers (art. 6 lid 2 PR)*⁴⁴

Een van de hoofddoelstellingen van de Prospectusrichtlijn is de bescherming van beleggers, in het bijzonder de particuliere belegger.⁴⁵ Wil men de belegger als consument op de financiële markt zien, dan spoort deze doelstelling met art. 169 lid 1 VWEU, op grond waarvan een hoog niveau van consumentenbescherming in zijn algemeenheid wordt nagestreefd. Sieburgh beschouwt Europese regels van consumentenbescherming zelfs als regels met een communautair openbare orde karakter.⁴⁶

Het lijkt geen twijfel dat het beginsel van beleggersbescherming één van de meest fundamentele beginselen van de Prospectusrichtlijn is, dat in aangelegenheden van prospectusaansprakelijkheid stevig in het nationale recht dient door te werken. In de preventieve sfeer betekent dit dat het prospectus moet voldoen aan de informatiebehoefte van de verschillende categorieën beleggers waarvoor het bestemd is. In de litigieuze sfeer brengt het beginsel met zich dat mogelijke aanspraken van (particuliere) beleggers op grond van een beweerdelijk misleidend prospectus niet illusoir mogen worden gemaakt door het opwerpen van onredelijk hoge materiële of processuele barrières van nationaal recht. Voor het Nederlandse recht betekent dit in het bijzonder, dat de invulling van de diverse bestanddelen van onrechtmatige daad op een voor de (particuliere) belegger welwillende wijze moet plaatsvinden. In die lijn heeft de Hoge Raad in het World Online-arrest dan ook een ruim causaliteitscriterium aangelegd door het csqn-verband tussen misleiding en beleggingsbeslissing als uitgangspunt te nemen. De Hoge Raad

44 Deze paragraaf is deels gebaseerd op J.P. Franx, Effectieve rechtsbescherming van beleggers, in: B.F. Assink e.a. (red.), De toekomst van het ondernemingsrecht - het ondernemingsrecht van de toekomst, Opstellen voor Prof. mr. L. (Vino) Timmerman ter gelegenheid van zijn 65^{ste} verjaardag en 25+ jaar hoogleraarschap, Serie vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 99, Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 97-114.

45 Zie o.m. considerans (10) en (16) Prospectusrichtlijn.

46 Sieburgh 2007, p. 528. Zie ook par. 4.3.1.

heeft zich hierbij beroepen op het beginsel van effectieve rechtsbescherming, een variant van het Europeesrechtelijke effectiviteitsbeginsel. Art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn vormt een concretisering van dit beginsel. Langs de weg van de effectieve rechtsbescherming werkt het beginsel van beleggersbescherming door in het nationale recht.

Hoe ver dient de effectieve rechtsbescherming van art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn te strekken? Het beginsel vereist dat een daadwerkelijke effectuering van aan het Unierecht ontleende aanspraken in de nationale rechtsgang mogelijk is. Er moet een doeltreffende remedie zijn. Nationale regels mogen de uitoefening van Europeesrechtelijke aanspraken niet uiterst moeilijk of praktisch onmogelijk maken.⁴⁷ Art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn verplicht de lidstaten ervoor zorg te dragen dat hun nationale bepalingen inzake civielrechtelijke aansprakelijkheid van toepassing zijn op de personen die verantwoordelijk zijn voor het prospectus. De rechtsbescherming van de belegger wordt gezocht in de sfeer van de *aansprakelijkheid* en daarmee primair in de sfeer van schadevergoeding. Aansprakelijkheid kan, voor zover in deze van belang, contractueel of delictueel van aard zijn. De betreffende nationale bepalingen dienen op een voor de belegger welwillende wijze te worden toegepast.

Door Sinninghe Damsté is in het kader van de bescherming van beleggers in de primaire markt gepleit voor eenzelfde welwillende toepassing van de Nederlandse bepalingen inzake *wilsgebreken*, in het bijzonder dwaling.⁴⁸ Daarmee wordt het terrein van de aansprakelijkheid verlaten. Het is twijfelachtig of het de bedoeling is geweest van de Europese wetgever om met art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn een beroep op wilsgebreken, en daarmee een vordering tot restitutie en terugdraaien van effectentransacties in de primaire markt, te faciliteren. De totstandkomingsgeschiedenis van de richtlijn biedt geen duidelijke aanknopingspunten.⁴⁹

Een andere aanwijzing dat art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn in het bijzonder ter ondersteuning van het recht op schadevergoeding strekt, is gelegen in de *dubbele doelstelling* van de richtlijn. De richtlijn heeft niet alleen als doel om beleggers te beschermen, maar ook om het adequaat functioneren van de markt te waarborgen. Het uiteindelijke macro-economische doel is de totstandkoming van een interne (kapitaal)markt volgens het Europese Actieplan voor Financiële Diensten dat aan de Prospectusrichtlijn ten grondslag ligt en waarnaar considerans (4) van de richtlijn dan ook verwijst. Volgens dit actieplan moeten de diverse kapitaalmarkttrichtlijnen bijdragen aan ‘diepere en liquidere markten’.⁵⁰ Vernietiging van effectentransacties gevolgd door restitutie is daarvoor niet bevorderlijk.⁵¹

Uit het voorgaande volgt dat zowel een grammaticale als een systematische als een teleologische uitleg⁵² de conclusie lijkt te rechtvaardigen, dat de effectieve

47 Amtenbrink & Vedder 2010, p. 200; Wissink 2001, p. 18.

48 Sinninghe Damsté 2010, p. 84. Zij verwijst naar het World Online-arrest van de Hoge Raad en daarmee indirect naar de effectieve rechtsbescherming van art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn. Zie ook par. 16.4.3.

49 Zie meer uitgebreid hierover par. 16.2.1, noot 7 waar niet alleen wordt betoogd dat vernietiging van effectentransacties op gespannen voet staat met de doelstelling, maar ook met de systematiek van de Prospectusrichtlijn.

50 Financiële diensten: tenuitvoerlegging van het kader voor financiële markten: een actieplan (COM(1999)232 van 11 mei 1999), p. 6. Ook in considerans (5) van de Prospectusrichtlijn wordt verwezen naar ‘de toegang tot een grote, liquide en geïntegreerde financiële markt’.

51 Zie voor een meer uitgebreide toelichting par. 16.2.1.

52 Deze uitlegmethode worden alle drie door het Europese Hof gevolgd, zie Asser/Hartkamp 3-1* 2015, nrs. 98 en 180.

ve rechtsbescherming van art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn zich beperkt tot het waarborgen van acties tot schadevergoeding voor de belegger. De rechtsbescherming strekt naar mijn mening niet zo ver, dat ook vernietigingsacties worden gefaciliteerd. Daarmee is niet gezegd dat vernietigingsacties door de richtlijn worden uitgesloten. Wel dienen deze aan de vereisten van nationaal recht te voldoen. De richtlijn strekt niet tot versoepeling van deze vereisten. De Nederlandse rechter behoudt naar mijn mening ook bij vernietigingsacties de vrijheid om de belegger op het punt van bewijslast waar nodig tegemoet te komen met gebruikmaking van de redelijkheidsuitzondering van art. 150 Rv Maar hij wordt daartoe niet door de richtlijn aangezet.⁵³

5.5.3 *Verantwoorde oordeelsvorming (art. 5 lid 1 PR) en minimuminformatie (art. 7 PR jo. Prospectusverordening 809/2004)*

5.5.3.1 STRUCTUUR VAN DE NORM

Art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn geeft de hoofdnorm voor de inhoud van het prospectus. Het prospectus moet, kort gezegd, alle gegevens bevatten die de noodzakelijke informatie vormen om beleggers in staat te stellen zich een verantwoord oordeel te vormen over de uitgevende instelling en de betreffende effecten. Het betreft een materialiteitstoets, hetgeen wordt bevestigd door CESR/ESMA in haar aanbevelingen⁵⁴ sub I.1:

Materiality clause

CESR acknowledges that the materiality principle already in force under Article 5.1 of the Directive and Regulation will also apply to its recommendations. Therefore, when information is not material in the context of the securities or the issuer, CESR does not expect issuers to mention it.

Op basis van art. 7 Prospectusrichtlijn ('minimuminformatie') is Prospectusverordening 809/2004 uitgevaardigd. Deze verordening, en met name de bijlagen daarbij, voorziet in een groot aantal zeer gedetailleerde inhoudelijke prospectusvoorschriften.

Aansprakelijkstelling voor de inhoud van het prospectus wordt door de belegger doorgaans niet gefundeerd met een beroep op schending van de norm van art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn, maar op het misleidingsbegrip. Dit begrip maakt naar Nederlands recht deel uit van het onrechtmatigheids criterium van de onrechtmatige daad.⁵⁵ Het wordt voor wat betreft de misleidende handelspraktijk ingekleurd door de art. 6 en 7 Richtlijn OHP, die zijn geïmplementeerd in de art. 6:193c-d BW. Deze beide bepalingen kunnen tevens worden beschouwd als de codificatie van het misleidingsbegrip zoals dat onder de regeling van de art. 6:194 BW e.v. inzake misleidende reclame wordt gehanteerd.⁵⁶ Bepalend

53 Hetgeen in het voorgaande is opgemerkt over vernietigingsacties geldt mutatis mutandis ook voor acties van beleggers in de primaire markt tot ontbinding van de koopovereenkomst.

54 ESMA update of 23 March 2011 of the CESR recommendations regarding the consistent implementation of Commission Regulation (EC) No 809/2004 implementing the Prospectus Directive (ESMA/2011/81, www.esma.europa.eu/documents/prospectus).

55 Dat neemt m.i. niet weg dat handelen in strijd met art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn/art. 5:13 lid 1 Wft eveneens een onrechtmatige daad oplevert.

56 Aldus ten aanzien van art. 6:193d lid 2: Pijls 2008, p. 347.

voor het misleidingsbegrip zijn de volgende kort geparafraseerde bestanddelen, allereerst zoals deze zijn geregeld voor de misleidende handelspraktijk (art. 6 Richtlijn OHP/art. 6:193c BW):⁵⁷

1. het moet gaan om het verstrekken van onjuiste informatie;
2. dan wel juiste informatie die de gemiddelde consument (bijvoorbeeld door de presentatie daarvan) bedriegt of kan bedriegen; en
3. die de gemiddelde consument er zowel in het geval sub 1 als sub 2 toe brengt of kan brengen een besluit over een transactie te nemen dat hij anders niet had genomen.

Naast de misleidende handelspraktijk is er de misleidende omissie, die de volgende bestanddelen omvat (art. 7 Richtlijn OHP/art. 6:193d lid 2 BW):

- a) het moet gaan om het weglaten van informatie;
- b) en wel essentiële informatie welke de gemiddelde consument nodig heeft om een geïnformeerd besluit over een transactie te nemen; en
- c) die de gemiddelde consument ertoe brengt of kan brengen een besluit over een transactie te nemen dat hij anders niet had genomen.

Op het misleidingsbegrip zal hieronder uitvoerig worden ingegaan.⁵⁸ In het kader van deze paragraaf is de vraag aan de orde hoe de algemene inhoudelijke norm voor het prospectus vervat in art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn (verantwoorde oordeelsvorming) zich verhoudt tot het misleidingsbegrip.

Vanuit de praktijk is betoogd dat beide idealiter op elkaar zouden moeten aansluiten, zodat overtreding van art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn resulteert in misleiding van de belegger en – mits aan de overige vereisten van onrechtmatige daad wordt voldaan – aansprakelijkheid van de uitgevende instelling en de lead manager.⁵⁹ Door Stevens is een poging tot reconciliatie gedaan door de materialiteitslessen uit de jurisprudentie over prospectusaansprakelijkheid in verband te brengen met de inhoudelijke norm van art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn.⁶⁰ Hoewel dit verband er in de praktijk zeker is en het vermijden van aansprakelijkheid bij het opstellen van het prospectus inderdaad een belangrijke rol speelt, wijst nauwkeurige bestudering van de beide normen uit dat er weliswaar sprake is van overlapping, maar niet van samenvallendheid.

De redactie van art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn is nogal gericht op het bewerkstelligen van *volledigheid* van het prospectus en kan daarom het best worden afgezet tegen de misleidende omissie van art. 6:193d lid 2 BW. Wanneer men die twee met elkaar vergelijkt, valt op dat het derde, hierboven sub c vermelde, bestanddeel van misleiding in de norm van art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn ontbreekt. Waar de misleidingsnorm een *dubbel* materialiteitscriterium hanteert – te weten ‘essentieel’ in de zin dat de consument de informatie nodig heeft (sub b hierboven) *en tevens* van dien aard dat hij er (mogelijk) toe wordt gebracht een transac-

57 Zowel ten aanzien van de misleidende handelspraktijk als de misleidende omissie wordt uitgegaan van de tekst van de *Richtlijn* OHP.

58 Zie hoofdstuk 7.

59 Franx 2010, p. 598-599.

60 Stevens 2011, p. 181-189.

tie aan te gaan (sub c hierboven)⁶¹ – behelst de inhoudelijke norm van art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn een *enkel* materialiteitscriterium, te weten ‘noodzakelijk’ voor het vormen van een verantwoord oordeel door de belegger. Art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn correspondeert slechts met het eerste (sub b hierboven genoemde) materialiteitscriterium van de misleidende omissie. De *strekking* van de beide normen – bescherming van de belegger respectievelijk de consument – is gelijk; de normen zelf wijken inhoudelijk van elkaar af.⁶²

Zuiver grammaticaal gesproken zou men kunnen stellen dat het tweede materialiteitscriterium in het misleidingsbegrip overbodig is. Want als informatie uit het prospectus wordt weggelaten die ‘essentieel’ is, lijkt uit dat feit op zichzelf al te volgen dat de gemiddelde consument daardoor tot een besluit over een transactie *kan* worden gebracht dat hij anders niet had genomen. Het dubbele criterium vervult echter in de systematiek van de Richtlijn OHP een functie. Art. 7 lid 5 Richtlijn OHP, dat is geïmplementeerd in art. 6:193f BW, voorziet in de *fictie* dat specifieke informatie die uit hoofde van een aantal Europese richtlijnen verplicht in commerciële communicatie moet worden opgenomen per definitie als ‘essentieel’ wordt beschouwd. Tot die informatie behoort ook de prospectusinformatie bedoeld in de art. 5, 7 en 8 Prospectusrichtlijn en de Prospectusverordening. Het weglaten van die informatie wordt dus op voorhand binnen het bereik van de misleidende omissie gebracht. Daardoor wordt mijns inziens de stelplicht van de belegger in het processuele debat verlicht. Zijn stelling dat het prospectus misleidend is omdat bepaalde verplicht op te nemen informatie ontbreekt en de belegger daardoor tot een verkeerd besluit kan worden gebracht hoeft niet nader gemotiveerd te worden.⁶³ Vervolgens is het aan de uitgevende instelling en de lead manager om aannemelijk te maken dat de omissie immaterieel is omdat zij de gemiddelde belegger er niet toe kan brengen een verkeerde beleggingsbeslissing te nemen. Langs die weg kan alsnog worden voorkomen dat onbetekenende omissies in misleiding uitmonden.

5.5.3.2 DOORWERKING

De algemene norm van art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn (informatie noodzakelijk voor verantwoorde oordeelsvorming) valt samen met een *deel* van de norm voor misleidende omissie van art. 7 lid 1 Richtlijn OHP (informatie essentieel voor geïnformeerde besluitvorming). Voor doorwerking is geen ruimte, de norm van art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn is reeds in de misleidingsnorm geïncorporeerd.

Doorwerking van de specifieke prospectusvereisten uit het publieke effectenrecht in het civielrechtelijke misleidingsbegrip is al in het tijdperk vóór uitvaar-

61 Laatstgenoemd onderdeel wordt door Pijls betiteld als een element van causaliteit, dat in de misleidingsnorm wordt ingelezen. Zie Pijls 2008, p. 344-348. Dit causaliteitselement heeft naar mijn mening eveneens de functie van materialiteitsdrempel. Immers, immateriële omissies zullen de consument niet bewegen tot een besluit omtrent een transactie. Geerts en Vollebregt duiden het tweede, sub c genoemde materialiteitscriterium aan als het ‘manipulatieveerste’. Zie Geerts & Vollebregt 2009, p. 32-34.

62 Stevens 2011, p. 169 betoogt dan ook ten onrechte dat beide zijn ‘gelijkgetrokken’.

63 Volgens de parlementaire geschiedenis bij de Wet van 1980 geldt in zijn algemeenheid dat de teurgestelde consument de plicht heeft om te stellen dat een mededeling misleidend is en om dit te motiveren; zie Kamerstukken II 1978-1979, 13 611, nr. 6, p. 14. Art. 6:193j BW beoogt niet van deze bewijssystematiek af te wijken; aldus Kamerstukken II 2006-2007, 30 928, nr. 8, p. 5. De motiveringsplicht komt m.i. te vervallen wanneer een deel van de ex art. 6:193f sub c BW in het prospectus op te nemen informatie ontbreekt. De belegger hoeft slechts te stellen dat een deel van deze informatie ontbreekt, zonder dat hij verplicht is te motiveren waarom dit materieel en daardoor misleidend is.

diging van Prospectusrichtlijn 2003/71 en de Richtlijn OHP door de Hoge Raad aangenomen in het Boterenbrood/MeesPierson arrest van 1998. De inhoudelijke prospectusvereisten voor het buitenbeurssegment waren destijds gecodificeerd in de Wet effectenhandel en aanverwante regelgeving. Toen beleggers in een private placement met een beroep op deze regelgeving stelden dat het private placement memorandum (ppm) misleidend door onvolledigheid was, overwoog de Hoge Raad:

‘Een en ander wettigt om aan te nemen dat (...) bij de beantwoording van de vraag of het memorandum onvolledig of misleidend is, nochtans de in deze regelingen vervatte vereisten in aanmerking moeten worden genomen (...).’⁶⁴

De inhoudelijke prospectusvereisten wegen dus mee in het rechterlijk oordeel over mogelijke misleiding door onvolledigheid.

Doorwerking van de prospectusvereisten in de misleidende omissie is thans door de Europese richtlijngever expliciet bestendigd in art. 7 lid 5 Richtlijn OHP. Deze bepaling kwalificeert de informatie bedoeld in de art. 5 en 7 Prospectusrichtlijn jo. Prospectusverordening 809/2004 als ‘essentieel’. In de Nederlandse wetgeving is deze doorwerking vastgelegd in art. 6:193f sub e BW. Volgens deze bepaling dient de informatie bedoeld in art. 5:13 Wft jo. Prospectusverordening 809/2004 als ‘essentieel’ te worden beschouwd. In beide gevallen komt men uiteindelijk uit op doorwerking in het civiele recht van de inhoudelijke prospectusvereisten vervat in Prospectusverordening 809/2004. Deze voorschriften hebben reeds, deel uitmakend van een verordening, uit hun eigen aard rechtstreekse werking in het nationale recht van de lidstaten.

5.5.4 *Gedifferentieerd beleggersbegrip*

Bij het inrichten van de publiekrechtelijke beleggersbescherming speelt het bestaan van verschillende categorieën beleggers met verschillende niveaus van kennis en ervaring een belangrijke rol. Dit wordt al duidelijk bij lezing van de considerans van de Prospectusrichtlijn, waarvan overweging (16) als volgt opent:

‘Een van de doelstellingen van deze richtlijn is het beschermen van beleggers. Het verdient bijgevolg aanbeveling met de uiteenlopende behoefte aan bescherming van de diverse categorieën beleggers rekening te houden, alsmede met hun deskundigheid. (...)’

In deze paragraaf wordt de publiekrechtelijke indeling van de verschillende categorieën beleggers op hoofdlijnen in kaart gebracht. Vervolgens wordt onderzocht in hoeverre deze dient door te werken in het civiele aansprakelijkheidsrecht.

64 HR 8 mei 1998, NJ 1998, 888 m.nt. J.M.M. Maeijer en D.W.F. Verkade; JOR 1998/110 m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol en C.J. Groffen (Boterenbrood c.s./MeesPierson), r.o. 3.9.

5.5.4.1 GEKWALIFICEERDE/PROFESSIONELE BELEGGER (ART. 2 LID 1(E) PR)

De Prospectusrichtlijn geeft in art. 2 lid 1(e) een definitie van het begrip gekwalificeerde belegger, die is geïmplementeerd in art. 1:1 Wft. De particuliere belegger is in de Prospectusrichtlijn niet gedefinieerd, zodat sprake is van een restcategorie.

De aanbidding van effecten aan uitsluitend gekwalificeerde beleggers vormt voor de emissiepraktijk een van de belangrijkste uitzonderingen op de prospectusplicht van art. 5:2 Wft.⁶⁵ Een van de eenvoudigste manieren voor de uitgevende instelling om de prospectusplicht te ontlopen en snel kapitaal op te halen is, om de aanbidding van effecten te beperken tot gekwalificeerde beleggers. Eerder werd al opgemerkt dat dit in de praktijk ook vaak gebeurt, door aanbiedingen waarvan het leeuwendeel naar verwachting toch door gekwalificeerde beleggers zal worden geabsorbeerd, niet op de particuliere belegger te richten.⁶⁶

Naast het begrip ‘gekwalificeerde belegger’ van de Prospectusrichtlijn staat het begrip ‘professionele belegger’, dat afkomstig is van de MiFID.⁶⁷ Het begrip is bepalend voor de toepasselijkheid van een aantal gedragsregels die beleggingsondernemingen in acht moeten nemen tegenover hun cliënten. Bij de bejegening van professionele beleggers mogen beleggingsondernemingen uitgaan van een hoger niveau van kennis en ervaring op de effectenmarkten. Daarom geldt een lager beschermingsniveau dan voor niet-professionele beleggers en kunnen bepaalde gedragsregels buiten toepassing blijven.^{68 69}

Aanvankelijk waren de definities van ‘gekwalificeerde belegger’ onder de Prospectusrichtlijn en ‘professionele belegger (cliënt)’ onder de MiFID weliswaar voor een belangrijk deel gelijklopend, maar vielen zij toch niet samen. Dat leidde voor beleggingsondernemingen tot praktische problemen bij hun bedrijfsvoering. Beleggingsondernemingen houden er in het kader van hun dienstverlening een verplichte cliëntenclassificatie op na, die is gebaseerd op de verschillende categorieën cliënten zoals voorzien door de MiFID. Een partij die volgens deze cliëntenclassificatie als professioneel onder de MiFID gold, kon daarmee

65 De uitzondering is neergelegd in art. 5:3 lid 1(a) Wft en vormt de implementatie van art. 3 lid 2(a) Prospectusrichtlijn. In de nieuwe concept Prospectusverordening (COM (2015) 583 final) is de uitzondering opgenomen in art. 1 lid 3(a).

66 Zie par. 3.2.2.3 sub c. Overigens zal in geval van een aanbidding aan uitsluitend gekwalificeerde beleggers van effecten die moeten worden toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt toch weer sprake zijn van prospectusplicht (‘toelatingsprospectus’), tenzij het (certificaten van) aandelen betreft die – kort gezegd – bezien over een periode van twaalf maanden een uitbreiding van minder dan 10% van het reeds genoteerde kapitaal vertegenwoordigen. Zie art. 5:4(a) Wft en art. 4 lid 2(a) Prospectusrichtlijn. Beursgenoteerde vennootschappen zullen dan ook, als het even mogelijk is, hun vervolgemissies trachten te beperken tot een uitbreiding van 10% op jaarbasis. Dit zal niet lukken in bijzondere situaties, bijv. wanneer een grote overname moet worden gefinancierd met aandelenkapitaal.

67 Art. 4 lid 1(11) en Bijlage II MiFID spreken van ‘professionele cliënt’, maar bij implementatie van het begrip in art. 1:1 Wft is gekozen voor ‘professionele belegger’, aldus Grundmann-van de Krol 2012, p. 90.

68 Als voorbeeld kan de beleggingsonderneming genoemd worden die het vermogen van een professionele belegger beheert. De beleggingsonderneming hoeft in dat geval niet te onderzoeken of de professionele belegger over voldoende kennis en ervaring beschikt. Zij mag er van uitgaan dat dit het geval is en dat de professionele belegger kan begrijpen welke risico’s aan een bepaalde transactie of aan het beheer van zijn portefeuille zijn verbonden. In het geval van een niet-professionele belegger zou de beleggingsonderneming diens kennis- en ervaringsniveau wel moeten onderzoeken. Zie art. 4:23 lid 1(a) Wft jo. art. 80a lid 5 Bgfo Wft. Het voorbeeld wordt ook genoemd door Raas 2009, p. 661.

69 Een door de MiFID geïntroduceerde categorie die een nog lager beschermingsniveau geniet dan professionele beleggers, zijn de ‘in aanmerking komende tegenpartijen’ (*eligible counterparties*). Deze vallen, op een enkele uitzondering na, geheel samen met professionele beleggers en worden verder buiten beschouwing gelaten.

niet automatisch als gekwalificeerde belegger onder de Prospectusrichtlijn worden aangemerkt en kon dus niet zonder onderzoek benaderd worden in het kader van een *private placement* aan gekwalificeerde beleggers waarvoor geen volledig prospectus beschikbaar werd gesteld. Anders gezegd, beleggingsondernemingen konden bij het begeleiden van niet-prospectusplichtige aanbiedingen niet zonder meer afgaan op hun bestaande cliëntenclassificatie, hetgeen zeer onpraktisch was. Mede om dit te verhelpen heeft de expertgroep ESME⁷⁰ in een in november 2008 uitgebracht rapport de aanbeveling gedaan om de beide begrippen op elkaar af te stemmen. Deze aanbeveling is in de Eerste Wijzigingsrichtlijn Prospectus overgenomen door de definitie van ‘gekwalificeerde belegger’ gelijk te trekken met die van ‘professionele cliënt’ in de MiFID. Bij implementatie van de Eerste Wijzigingsrichtlijn Prospectus op 1 juli 2012 in het nationale recht zijn de definities van ‘gekwalificeerde belegger’ en ‘professionele belegger’ in art. 1:1 Wft eveneens (tot op grote hoogte) gelijk getrokken. Als zodanig kwalificeren onder meer banken, beleggingsinstellingen en hun beheerders, pensioenfondsen en hun beheerders, vermogensbeheerders en andere beleggingsondernemingen, nationale en regionale overheden. Door het gelijk trekken van de beide definities kan de cliëntenclassificatie van een beleggingsonderneming voortaan als basis dienen voor het doen van een aanbieding zonder prospectus. Onder de nieuwe concept Prospectusverordening⁷¹ en MiFID II⁷² blijft de bereikte afstemming tussen de beide definities in stand.

Op grond van art. 1:1 Wft jo. Bijlage II MiFID kunnen (rechts)personen op eigen verzoek (*opt-in* of *opt-up*) worden behandeld als professionele cliënten. Daartoe is vereist dat de beleggingsonderneming van welke zij cliënt zijn een adequate beoordeling heeft uitgevoerd van de deskundigheid, ervaring en kennis van de cliënt en deze beoordeling in het licht van de aard van de beoogde transacties of diensten redelijke zekerheid oplevert dat de cliënt in staat is zelf zijn beleggingsbeslissingen te nemen en de daaraan verbonden risico’s in te schatten. In het kader van die beoordeling moet aan tenminste twee van de volgende drie criteria worden voldaan: (i) tijdens de voorafgaande vier kwartalen heeft de cliënt op de desbetreffende markt per kwartaal gemiddeld tien transacties van significante omvang verricht; (ii) de omvang van de portefeuille financiële instrumenten van de cliënt is groter dan € 500.000; (iii) de cliënt is gedurende tenminste een jaar werkzaam of werkzaam geweest in de financiële sector, waar hij een beroepsbezigheid uitoefent of heeft uitgeoefend waarbij kennis van de beoogde transacties of diensten vereist is of was.⁷³

Binnen de categorie gekwalificeerde beleggers is sprake van substantiële verschillen in kennis en expertise. In MiFID en MiFID II wordt erop gewezen dat niet mag worden aangenomen dat de marktkennis en -ervaring van ‘*opt-in*’ professionele cliënten vergelijkbaar is met die van andere professionelen.⁷⁴ Maar

70 In 2006 ingesteld door de Europese Commissie om juridisch en economisch advies uit te brengen inzake de toepassing van de verschillende Europese richtlijnen betreffende de kapitaalmarkt. ESME is vooralsnog tot eind 2009 actief geweest. De door ESME uitgebrachte rapporten zijn te vinden op http://ec.europa.eu/internal_market/securities/esme/index_en.htm.

71 COM (2015) 583 final.

72 Met MiFID II wordt bedoeld Richtlijn 2014/65/EU betreffende markten voor financiële instrumenten, de opvolger van Richtlijn 2004/39/EG (MiFID I). De implementatiewetgeving van MiFID II zal naar verwachting op zijn vroegst begin 2017 van kracht worden.

73 Ook deze criteria blijven gelijk onder MiFID II, zie Annex II daarbij.

74 Zie MiFID II, Bijlage II, par. II.1.

ook binnen de afzonderlijke subcategorien bestaan aanzienlijke verschillen. Zo is in het verleden gesignaleerd dat de kennis en vaardigheden van pensioenfondsbesturen sterk uiteenlopen. Met name bij kleinere pensioenfondsen, die soms moeite hebben om de juiste mensen aan te trekken, is het kennisniveau van het bestuur voor verbetering vatbaar.⁷⁵ Kortom, de categorie gekwalificeerde beleggers bestaat uit een bonte verzameling van verschillende typen personen en entiteiten, met een zeer uiteenlopend niveau van kennis en expertise.

5.5.4.2 PARTICULIERE/NIET-PROFESSIELE BELEGGER

Zoals al eerder werd opgemerkt, is de particuliere belegger een niet gedefinieerde restcategorie in het systeem van de Prospectusrichtlijn. Beleggers die niet onder de definitie van gekwalificeerde belegger vallen, kunnen in dit verband worden beschouwd als particuliere beleggers. Zij beschikken niet over een bijzonder niveau van kennis en ervaring op de effectenmarkten. In de jurisprudentie is een standaard ontwikkeld voor de gemiddelde particuliere belegger (de ‘maatman-belegger’).⁷⁶

Voor het goede begrip wordt op deze plaats alvast het volgende opgemerkt. In de Richtlijn en Wet OHP wordt een definitie geven van het begrip ‘consument’, zijnde een natuurlijk persoon die niet handelt in de uitoefening van een beroep of bedrijf. Deze definitie van ‘consument’ in art. 6:193a lid 1(a) BW valt op de effectenmarkt niet samen met de niet-deskundige particuliere belegger, evenmin als degene die ‘handelt in de uitoefening van zijn bedrijf’ van art. 6:194 BW samenvalt met de deskundige belegger. Enerzijds kan een consument in zijn opleiding, professionele loopbaan of in de praktijk van het beleggen relevante kennis en ervaring hebben opgedaan. Anderzijds bevinden zich in de groep handelaren van art. 6:194 BW ook niet-deskundige beleggers. In de context van effectendienstverlening maakt Van Setten een observatie van gelijke strekking. Hij geeft het voorbeeld van de kleine verzekeraar, die weliswaar geacht moet worden bedrijfsmatig in effecten te handelen, maar onder bepaalde omstandigheden toch ‘buitengewoon ondeskundig’ kan zijn, bijvoorbeeld ten aanzien van de handel in effecten in *emerging markets*.⁷⁷

5.5.4.3 DOORWERKING

Het uiteenlopende kennisniveau van beleggers – zoals dat in de Prospectusrichtlijn, de MiFID/MiFID II en overigens ook in de praktijk wordt onderkend en zoals dat vertaald wordt in verschillende niveau’s van bescherming in het pu-

75 De pensioenfondsector is uitgebreid doorgelicht door de Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer (‘Commissie Frijns’), die haar rapport heeft uitgebracht op 19 januari 2010 (te vinden op <http://www.overheid.nl> onder ‘documenten en publicaties’). Zie p. 51-52 van het rapport, waar de suggestie wordt gedaan om tot verdere consolidatie in de sector te komen, zodat kleinere pensioenfondsen hun krachten kunnen bundelen. Maatman 2004, p. 54, merkt op dat het ‘bovenmenselijk’ zou zijn om van een pensioenfondsbestuurder te vergen dat hij zelf beschikt over alle specialistische kennis die in een pensioenfonds voorhanden moet zijn.

76 De maatman-belegger en de betreffende jurisprudentie worden behandeld in par. 7.5.

77 Van Setten 1998, p. 185-186.

blikrecht⁷⁸ – is een belangrijk gegeven voor de bescherming van beleggers op de effectenmarkten. In beginsel geldt, dat minder kennis en deskundigheid van de belegger aanspraak geeft op meer bescherming. Een zekere mate van doorwerking in de civiele aansprakelijkheid jegens beleggers voor misleidende prospectusinformatie ligt voor de hand. Deze aansprakelijkheid is immers het sluitstuk van dezelfde bescherming. Doorwerking leidt tot (meer) synergie tussen publiekrecht en privaatrecht.⁷⁹ Overigens is, geheel afgezien van publiekrechtelijke doorwerking, de bescherming van de zwakkere partij, in het bijzonder de consument, in het privaatrecht zelf ook een leidend beginsel.⁸⁰

Aan het (Europese en nationale) publieke effectenrecht kunnen enkele concrete indicatoren voor kennis en ervaring van de belegger worden ontleend. Daarbij kan worden aangeknoopt bij het bepalen van het niveau van beleggersbescherming in het privaatrecht. De volgende indicatoren springen in het oog:

a. Veronderstelde beleggingstechnische kennis en ervaring van de gekwalificeerde belegger

Verscheidene effectenrechtelijke bepalingen wijzen erop dat een algemene en brede kennis van de effectenmarkten bij gekwalificeerde/professionele beleggers aanwezig wordt verondersteld. Als voorbeelden kunnen worden genoemd: art. 5:3 lid 1(a) Wft (uitzondering op prospectusplicht bij aanbieding uitsluitend aan gekwalificeerde beleggers); art. 80a lid 5 en 80b lid 2 Bgfo (beleggingsonderneming mag ‘de nodige kennis en ervaring’ bij de professionele belegger aanwezig achten).

b. Inzicht van de gekwalificeerde belegger in (grenzen aan) eigen kunnen

De realiteit kan zijn, dat een gekwalificeerde belegger toch *niet* over de sub a veronderstelde kennis beschikt. Een verzekeringsmaatschappij kan voor de eerste maal beleggen in emerging markets; de beleggingstechnische kennis binnen het bestuur van een klein pensioenfonds kan in zijn algemeenheid onvoldoende zijn. Bijlage II sub I van de MiFID voorziet ten aanzien van effectendienstverlening in het volgende beginsel:

Bijlage II sub I MiFID en MiFID II (voorlaatste alinea)

Het is de verantwoordelijkheid van de cliënt die als professionele cliënt wordt beschouwd om een hoger beschermingsniveau te verzoeken wanneer hij zichzelf niet in staat acht de gelopen risico's adequaat in te schatten of te beheren.

Dit beginsel maakt duidelijk dat van de gekwalificeerde belegger – welk begrip, zoals gezegd, sinds 1 juli 2012 is gekoppeld aan ‘professionele cliënt/belegger’

78 In de Prospectusrichtlijn is het uitgangspunt een verschil in kennis en expertise tussen de particuliere en de gekwalificeerde belegger. De MiFID, waarbij de Prospectusrichtlijn sinds zijn meest recente wijziging aanknoopt, gaat uit van een uiteenlopend kennisniveau tussen (i) de particuliere en de professionele cliënt en (ii) professionele cliënten onderling. Beide richtlijnen gaan uit van de algemene norm dat *minder* kennis en expertise gepaard gaat met *meer* bescherming en vice versa.

79 Zie Scheltema & Scheltema 2009, p. 60 en p. 72-81.

80 Zie ten aanzien van de consument Rinkes 2009. Rinkes merkt op (p. 383 met verwijzingen), dat bescherming van de zwakkere partij wel wordt gezien als ‘de enige geheel nieuwe gerechtigheidsgedachte die zich in het huidige BW een plaats heeft veroverd.’ Zie ook Rinkes 2010, p. 143-144. Meer in het algemeen Tjittes 1994 i.h.b. hoofdstuk 2; Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nr. 79; Groene Serie Bijzondere Overeenkomsten, Boek 7 BW, Algemene inleiding, par. 4 (B. Wessels).

– wordt verwacht dat hij de grenzen van zijn eigen deskundigheid en ervaring kent. Daaruit vloeit eveneens voort, dat hij zonedig deskundig advies inroept. In het kader van effectendienstverlening werd dit al in het pre-MiFID tijdperk aangenomen en deels afgeleid uit de toenmalige regelgeving. Zo schrijft Van Setten dat niet zozeer de daadwerkelijke deskundigheid van de professional de doorslag geeft, maar het feit dat als professional wordt gehandeld. Het handelen als professional impliceert dat ondeskundigheid voor rekening van de professional blijft, en niet voor rekening van diens wederpartij komt. De institutionele belegger die niet over de vereiste deskundigheid beschikt, dient zich ter zake te laten adviseren. Doet hij dat niet, dan kan hem dat verweten worden en kan hij geen beroep doen op gebrek aan deskundigheid.⁸¹

c. Maatstaven voor mogelijke deskundigheid en ervaring van de particuliere belegger

Al eerder werd opgemerkt dat de *gemiddelde* particuliere belegger niet geacht wordt over bijzondere deskundigheid of ervaring te beschikken. De vraag is aan de hand van welke criteria kan worden bepaald wanneer wèl sprake is van bijzondere deskundigheid en ervaring, zodat deze belegger minder snel geacht kan worden te zijn misleid. In dat geval kan niet meer worden gesproken van een *gemiddelde*, maar van een deskundige en ervaren particuliere belegger. Het publieke effectenrecht geeft hiervoor enkele aanknopingspunten.

Art. 5:3 lid 1(c) en (d) Wft zondert aanbiedingen van effecten met een nominale waarde of pakketwaarde van tenminste € 100.000 uit van de prospectusplicht. Voorts worden in art. 1:1 Wft onder ‘professionele marktpartij’ mede begrepen beleggers die tenminste € 100.000 investeren in een schuldvordering.⁸² Lieverse is van mening dat ten aanzien van de groep consumenten die beleggen op basis van deze bepalingen minder snel moet worden aangenomen dat zij misleid zijn door een omissie in de informatie dan bij ‘gewone’ consumenten.⁸³ Naar mijn mening past bij een dergelijke aanname de nodige voorzichtigheid. De werkelijkheid kan immers zijn dat de belegger die € 100.000 of meer investeert, zoals Grundmann-van de Krol het verwoordt:

‘(...) in beginsel geen professionele marktpartij *is* maar een professionele marktpartij *wordt* door het enkele feit dat hij schulden aan de geldlener ter beschikking stelt ter hoogte van ten minste [€ 100.000].’⁸⁴

De belegger verliest dus de bescherming van het publieke effectenrecht in het kader van een (wellicht eenmalige) transactie. Het aangaan van die transactie zegt weinig of niets over zijn daadwerkelijke kennis en ervaring in het algemeen.

81 Zie voor dit alles Van Setten 1998, p. 185-187. Wel zijn er volgens Van Setten onder omstandigheden uitzonderingen denkbaar op dit beginsel. Zo kan een transactie een dermate specialistisch karakter hebben, dat van de professionele belegger niet meer verwacht mag worden dat hij deskundig is of deskundige hulp inroept (p. 187). Wellicht kunnen de complexe producten die in 2007/2008 mede de aanleiding zijn geweest voor het begin van de kredietcrisis hier als voorbeeld dienen. Gezegd wordt wel, dat niemand, ook niet de makers van deze producten, destijds de complexiteit en de gevolgen ervan kon overzien.

82 Art. 1:1 Wft, definitie ‘professionele marktpartij’ sub c jo. art. 3 lid 2 Besluit definitiebepalingen Wft.

83 Lieverse 2010, p. 101-102.

84 Grundmann-van de Krol 2012, p. 88.

Bepleitbaar is dat juist deze belegger ook in die transactie ten volle aanspraak moet kunnen blijven maken op civielrechtelijke bescherming.⁸⁵

Relevante criteria kunnen met meer recht worden afgeleid uit bepalingen van het publieke effectenrecht die betrekking hebben op een verhoogd deskundigheids- en ervaringsniveau van de belegger gedurende een bepaalde *periode* (i.e. niet slechts afgeleid uit een – al dan niet eenmalige – *transactie*). Zo kwalificeert art. 3 lid 1(b) Besluit definitiebepalingen Wft personen met een netto eigen vermogen van € 10 miljoen of meer, die tenminste gedurende twee aaneengesloten jaren gemiddeld twee keer per maand actief zijn geweest op de financiële markten, als professionele marktpartij. Voorts mogen volgens Bijlage II sub II.1 MiFID, geïmplementeerd in art. 4:18c Wft, particuliere beleggers afstand doen van een deel van hun bescherming, mits zij aan tenminste twee van de volgende criteria voldoen: (1) tijdens de voorgaande vier kwartalen gemiddeld tien transacties van significante omvang per kwartaal op de betreffende markt; (2) een portefeuille van financiële instrumenten groter dan € 500.000; (3) tenminste een jaar werkzaam (geweest) in de financiële sector in een beroep dat relevante kennis vereist. Deze criteria duiden op een zekere *track-record* van de particuliere belegger op de effectenmarkt. Zij bieden een steviger basis voor het aannemen van een verhoogd kennis- en ervaringsniveau dan criteria die aanknopen bij een (mogelijk eenmalige) transactie, en komen mijns inziens dan ook eerder in aanmerking voor doorwerking in het civiele recht.⁸⁶

Doorwerking van bovengenoemde, aan het publieke effectenrecht ontleende indicatoren kan op verschillende onderdelen van de delictuele prospectusaansprakelijkheid plaatsvinden:

aa. Doorwerking in het misleidingsbegrip

Bij doorwerking in het misleidingsbegrip zal een exclusief tot een bepaalde groep deskundige en ervaren beleggers gerichte mededeling minder snel misleidend zijn dan een mededeling die wordt gericht tot het belegendend publiek in den brede, waaronder zich veel ‘gewone’ consumenten bevinden.

bb. Doorwerking in de causaliteit

Doorwerking van het uiteenlopende kennisniveau van beleggers ligt voor de hand bij het al dan niet aannemen van causaal verband. Ten aanzien van een deskundige en ervaren belegger zal causaal verband, in de zin dat hij daadwerkelijk is misleid door de betreffende mededeling, minder snel worden aangenomen dan bij een doorsnee belegger die geen bijzondere kennis en ervaring heeft. Het causale verband kan ofwel geheel ontbreken ofwel deels, omdat de beleggingsbeslissing voor een deel gebaseerd is op verkeerd handelen van de belegger zelf, bijvoorbeeld omdat van deze verwacht mag worden dat hij gebruik had gemaakt

85 In de nieuwe concept Prospectusverordening (COM (2015) 583 final; 2015/0268(COD)) keert de uitzondering op de prospectusplicht voor het aanbieden van effecten met een denominatie van teninste € 100.000 overigens niet terug.

86 Doorwerking van art. 4:18c Wft/Bijlage II MiFID in het deskundigheidsniveau van de consument-belegger onder de Wet OHP, naar ik begrijp bij de aanbieding van zowel financiële diensten als effecten, wordt bijv. aangenomen door Cherednychenko & Kuiper 2008, p. 342-343.

van de mogelijkheid om aanvullende informatie in te winnen. In dat geval is er sprake van eigen schuld van de belegger in de zin van art. 6:101 BW.⁸⁷

cc. Doorwerking in de relativiteit?

Pavillon merkt op dat persoonlijke omstandigheden van de consument een rol zouden kunnen spelen bij de invulling van het relativiteitsvereiste, in de zin dat de oneerlijkheidsnorm van de Richtlijn OHP de gemiddelde en niet de bovengemiddelde consument beschermt.⁸⁸ Wanneer deze ‘bovengemiddeldheid’ kan worden afgeleid uit publiekrechtelijke indicatoren, zou wellicht kunnen worden gesproken van doorwerking daarvan in de relativiteit.

dd. Doorwerking in de toerekenbaarheid?

Toerekening legt een verband tussen de dader en zijn daad. Op grond van art. 6:162 lid 3 BW vindt toerekening plaats wanneer de onrechtmatige daad – i.e. het doen van een misleidende mededeling – te wijten is aan de schuld van de dader of aan een oorzaak die krachtens de wet of de verkeersopvattingen voor zijn rekening komt. Toerekening kan in het bijzonder achterwege blijven wanneer degene die de mededeling doet voldoende (onderzoeks)maatregelen heeft genomen om de juistheid en volledigheid daarvan te bewerkstelligen, maar daarin desondanks door omstandigheden die buiten zijn invloedssfeer liggen niet is geslaagd. Het al dan niet deskundig zijn van de belegger als geadresseerde van de mededeling is een omstandigheid die buiten het toerekeningsverband staat. Ook bij het opstellen en uitbrengen van mededelingen die uitsluitend aan deskundige beleggers zijn gericht, moet voldoende zorgvuldigheid ten aanzien van de juistheid en volledigheid van die mededelingen worden betracht. Het kennisniveau van de belegger werkt derhalve *niet* door in de toerekenbaarheid.

Een combinatie van doorwerking in het misleidingsbegrip en de causaliteit is denkbaar. De mogelijkheid van doorwerking op diverse punten spoort met het algemene uitgangspunt in het onrechtmatige daadsrecht dat onrechtmatigheid, toerekenbaarheid en causaliteit elkaar kunnen overlappen of in elkaar kunnen overlopen.⁸⁹

De vraag op welk(e) onderde(e)l(en) doorwerking precies plaatsvindt is van belang voor de bewijspositie van partijen in het processuele debat. Een belegger die meent misleid te zijn door prospectusinformatie bevindt zich in het debat over misleiding – en toerekenbaarheid – bewijstechnisch in een gunstige positie. De bewijslast wordt op deze beide punten immers omgekeerd ten nadele van de uitgevende instelling en de lead manager op basis van art. 6:193j/195 BW. Met betrekking tot het causal verband blijft de bewijslast op de belegger rusten. Doorwerking zal in het algemeen gunstig uitpakken voor de uitgevende instelling en de lead manager, wanneer deze worden aangesproken door een deskundige en ervaren belegger. Op het punt van (aa) de onrechtmatigheid/misleiding zal hun bewijslast immers lichter worden, omdat als gevolg van het in aanmerking nemen van het hogere kennisniveau van de belegger minder snel sprake zal zijn van

⁸⁷ De inwerking van eigen schuld op het causale verband wordt behandeld in par. 10.9.

⁸⁸ Pavillon 2011, p. 362.

⁸⁹ Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 53.

misleiding aan hun kant.⁹⁰ Op het punt van (bb) de causaliteit wordt de bewijslast van de belegger zwaarder, omdat hij moet aantonen dat hij, ondanks zijn hogere kennisniveau, toch daadwerkelijk is misleid door de betreffende mededeling. Ook zal eerder sprake zijn van eigen schuld van de deskundige en ervaren belegger.

Het beginsel dat meer kennis en ervaring van de belegger (respectievelijk cliënt) gepaard gaat met minder bescherming is verankerd in de Prospectusrichtlijn (respectievelijk de MiFID), zoals hierboven is uiteengezet en zoals geïmplementeerd in de Wft. Doorwerking van dit beginsel vanuit het Europese effectenrecht in het civiele recht kan plaatsvinden via een van de in par. 4.3 besproken mechanismen. De mechanismen die op het eerste gezicht in aanmerking komen zijn (i) *richtlijnconforme interpretatie* onder de Prospectusrichtlijn, waarin het beginsel is verankerd, en (ii) inwerking van het beginsel op de open normen van de onrechtmatige daad naar Nederlands recht (*indirecte horizontale werking*). In beide gevallen komt het erop neer, dat een of meer bestanddelen van de onrechtmatige daad zodanig worden ingevuld, dat rekening wordt gehouden met het specifieke kennis- en ervaringsniveau van de belegger. In het World Online-arrest heeft de Hoge Raad daarmee een begin gemaakt door te overwegen dat op de professionele belegger een zwaardere bewijslast met betrekking tot het causale verband zal rusten dan op de particuliere belegger.⁹¹ De Hoge Raad heeft zich ten aanzien van de particuliere belegger bediend van een ander doorwerkingsmechanisme, te weten het beginsel van *effectieve rechtsbescherming*, een variant van het effectiviteitsbeginsel.

5.5.5 Prospectusverantwoordelijkheid (art. 6 lid 1 PR)

5.5.5.1 BELANG VAN HET CONCEPT

Een begrip dat vaak in samenhang met prospectusaansprakelijkheid wordt genoemd, maar waarvan de betekenis vraagtekens oproept is de prospectusverantwoordelijkheid. Het concept is van belang, omdat in het systeem van de Prospectusrichtlijn 2003/71/EG de personen die verantwoordelijk zijn voor het prospectus een bijzondere plaats innemen. Uit hoofde van art. 6 lid 1 Prospectusrichtlijn moeten zij met naam en functie in het prospectus worden vermeld. Van hen moet een verklaring worden opgenomen dat, ‘na het treffen van alle redelijke maatregelen om zulks te garanderen en voor zover hen bekend’, de gegevens in het prospectus ‘in overeenstemming zijn met de werkelijkheid en dat geen gegevens zijn weggelaten waarvan de vermelding de strekking van het prospectus zou wijzigen’.⁹² Art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn legt aan de lidstaten de verplichting op ervoor zorg te dragen dat hun wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen inzake civielrechtelijke aansprakelijkheid van toepassing zijn op de personen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus verstrekte informatie. Art. 6 lid 2 Pros-

90 Ervan uitgaande dat de doelgroep van het prospectus of ppm uitsluitend uit deskundige en ervaren beleggers bestaat, zie het in par. 7.4 te bespreken arrest HR 30 mei 2008, NJ 2010, 622 m.nt. J.B.M. Vranken; JOR 2008/209 m.nt. B.J. de Jong (De Boer e.s./TMF Financial Services).

91 Zie r.o. 4.11.2 van het arrest. De overweging met betrekking tot de professionele belegger is min of meer ten overvloede gegeven.

92 Zie art. 6 lid 1 Prospectusrichtlijn en Prospectusverordening 809/2004/EG, (o.m.) Bijlage I sub 1.1 en 1.2.

pectusrichtlijn is door de Hoge Raad in het World Online-arrest in het teken van de effectieve rechtsbescherming geplaatst.⁹³ De belegger kan jegens de prospectusverantwoordelijken aanspraak maken op effectieve rechtsbescherming. Acties van beleggers tegen deze personen mogen door het nationale recht van de lidstaten niet uiterst moeilijk of praktisch onmogelijk worden gemaakt.

5.5.5.2 VERANTWOORDELIJKHEID VS. AANSPRAKELIJKHEID

Art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn maakt conceptueel onderscheid tussen verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid voor het prospectus. Aan de aard van dit onderscheid wordt in de totstandkomingsgeschiedenis van de richtlijn geen aandacht besteed. Nu zou men eenvoudigweg kunnen volstaan met de constatering dat bij het opstellen van de richtlijn en de verordening niet is stilgestaan bij de vraag op welke wijze het verantwoordelijkheidsbegrip in de privaatrechtelijke stelsels van de lidstaten past. Integendeel, de richtlijngever heeft met zijn ‘*light touch*’ in art. 6 Prospectusrichtlijn het nationale aansprakelijkheidsrecht van de lidstaten juist zoveel mogelijk buiten schot willen laten. De conclusie zou dan zijn, dat invulling van het verantwoordelijkheidsbegrip van weinig belang is.

Een dergelijke benadering zou geen recht doen aan de werkelijkheid. In het systeem van art. 6 Prospectusrichtlijn is verantwoordelijkheid een voorportaal van aansprakelijkheid. Het belang van verantwoordelijkheid in het kader van het aansprakelijkheidsrecht kan dan ook niet zo maar worden genegeerd. Aan de prospectusverantwoordelijkheid zal op de een of andere wijze privaatrechtelijke betekenis moeten worden gegeven. Daarom zijn enkele beschouwingen over de verhouding tussen verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid op hun plaats.

In de vroege totstandkomingsfase van de Wet van 1928 werd nog in het geheel geen onderscheid gemaakt tussen verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid voor het prospectus. Art. 38c van het ontwerp-Nelissen (1910)⁹⁴ somt een aantal partijen op die ‘hoofdelijk verantwoordelijk’ zijn voor de inhoud van het prospectus, onder wie de uitgevende instelling zelf, de bestuurders, de commissarissen en de ondertekenaars van het prospectus. Waar de ontwerp-wetstekst spreekt van ‘verantwoordelijkheid’, wordt in het bijbehorende deel van de MvT gesproken van ‘aansprakelijkheid’. De uiteindelijk in 1928 gecodificeerde wettekst knoopt geheel aan bij het begrip ‘aansprakelijkheid’ voor (kort gezegd) misleidende gegevens, zonder nog van verantwoordelijkheid te spreken.⁹⁵

Van het systeem van de Europese richtlijnen inzake reclame en oneerlijke handelspraktijken is het concept ‘verantwoordelijkheid’ geen bouwsteen. Richtlijnen 84/450 en 2005/29 bieden bescherming tegen misleidende reclame respectievelijk oneerlijke handelspraktijken, maar drukken zich niet in termen van verantwoordelijkheid of aansprakelijkheid uit. De wijze van implementatie wordt aan de lidstaten overgelaten. In Nederland heeft dit geleid tot omzetting van de beide richtlijnen in twee speciesregelingen van onrechtmatige daad in Boek 6 BW, waarvan het verantwoordelijkheidsbegrip geen – althans niet *expliciet* – deel uitmaakt. Een wettelijke bepaling die *impliciet* wellicht toch een verant-

93 HR 27 november 2009, NJ 2014, 201 m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43 m.nt. K. Frielink (World Online), r.o. 4.11.1. Over het beginsel van effectieve rechtsbescherming zie par. 5.5.2.

94 Behandeld in par. 2.2.1.

95 Wet van 2 juli 1928 (Stb. 1928, 216), art. 1416a-d BW (oud).

woordelijkheids criterium lijkt te hanteren, is art. 6:195 BW. Op grond van deze bepaling ligt de bewijslast terzake van de juistheid of volledigheid van een (be-
weerdelijk misleidende) mededeling alsmede terzake van de schuld of toereken-
baarheid dienaangaande bij de gedaagde/openbaarmaker, indien deze ‘inhoud en
inkleding van de mededeling geheel of ten dele heeft bepaald of doen bepalen’.
Deze ‘bepaler’, die veelal nauw bij het opstellen van het document betrokken zal
zijn, kan *inhoudelijk* als verantwoordelijk voor de betreffende mededeling wor-
den beschouwd, geheel afgezien van de vraag of hij ook *formeel* als verantwoor-
delijke wordt opgevoerd in het prospectus. Aldus kan worden gesteld dat naar
Nederlands recht – maar wel uitsluitend in het kader van afdeling 6.3.4 BW –
inhoudelijke verantwoordelijkheid bij de bewijslastverdeling een zekere rol
speelt.⁹⁶

De Valk constateert dat aan het begrip verantwoordelijkheid in de literatuur
verschillende betekenissen worden toegekend. Daarvan is verantwoordelijkheid
als aansprakelijkheid er één. Toch dienen deze begrippen naar haar mening te
worden onderscheiden. Verantwoordelijkheid betekent de gehoudenheid om zich
te verantwoorden, om rekenschap af te leggen. Een voorbeeld is het bestuur van
een vennootschap dat verantwoording schuldig is aan de AvA voor het gevoerde
beleid. Aansprakelijkheid gaat een stapje verder: daaronder wordt veelal verstaan
dat de verantwoordelijke is gehouden tot het betalen van schadevergoeding of tot
het ondergaan van een straf. Aansprakelijkheid betekent met andere woorden dat
iemand voor de gevolgen van een gedraging moet opdraaien.⁹⁷

Schut stelt vast dat de begrippen verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid
in de civielrechtelijke wetgeving – naar oud BW – door elkaar heen worden ge-
bruikt. Afhankelijk van het verband waarin zij worden gebruikt, kunnen zij in de
wet dezelfde of verschillende betekenis hebben. Daarom pleit Schut voor een
scherper onderscheid tussen beide begrippen. Aan aansprakelijkheid moet uit-
sluitend de betekenis worden toegekend die juristen er in de regel ook aan geven:
een rechtsplicht tot schadevergoeding. Verantwoordelijkheid is een algemeen,
veel gecompliceerder begrip dat zich niet in één definitie laat vangen. Het duidt
onder meer op verantwoordingsplicht, de verplichting om van iets rekenschap af
te leggen. Verantwoordelijkheid is *voorwaarde* voor aansprakelijkheid, het gaat
eraan vooraf.⁹⁸ Schut gaat nog een stap verder door te stellen dat wettelijke bui-

96 Lemstra legt een ander verband tussen prospectusverantwoordelijkheid en art. 6:195 BW. Hij is van mening dat degene die de (formele) verantwoordelijkheidsverklaring in het prospectus aflegt in ieder geval een ‘bepaler’ in de zin van dit wetsartikel is. Zie Lemstra 2011, p. 154. Daarmee lijkt Lemstra te miskennen dat bepalerschap een feitelijke kwestie is. Bepalerschap van inhoud en inkleding volgt naar mijn mening uit de feitelijke werkelijkheid van de transactie (wie heeft bij het opstellen van het prospectus bepaalde delen daarvan feitelijk voor zijn rekening genomen en/of een beslissende invloed gehad op de inhoud daarvan?), niet uit een verklaring in het prospectus waarmee (formele) verantwoordelijkheid wordt aanvaard. Dat neemt niet weg dat het in de praktijk vaak een inhoudsbepaler (t.w. de uitgevende instelling zelf) zal zijn die de verantwoordelijkheidsverklaring afgeeft.

97 De Valk 2009, p. 21-22.

98 Schut 1963, p. 7-13.

tencontractuele aansprakelijkheid berust op de *grondslag* van de rechtelijke verantwoordelijkheid.⁹⁹

Ook zet Schut het concept van verantwoordelijkheid af tegen de afzonderlijke bestanddelen van de onrechtmatige daad. Daarbij legt hij een verband bloot tussen enerzijds verantwoordelijkheid en anderzijds toerekenbaarheid en schuld. Een feit is toerekenbaar, wanneer iemand voor dat feit verantwoordelijk kan worden gesteld. Toerekenbaarheid is in die zin verantwoordelijkheidsgevolg. Als de dader het feit bovendien had kunnen en moeten vermijden, is sprake van schuld. Schuld is dus méér dan verantwoordelijkheid. Met andere woorden, men kan ook verantwoordelijk zijn voor iets wat men ‘niet kan helpen’.¹⁰⁰ Als voorbeeld noemt Schut de rechtsdwaling. Deze komt voor *risico* van de dader, zonder dat hem enig verwijt treft. Schut ziet dit als een geval van verantwoordelijkheid (i.e. voor de dwaling) zonder schuld.¹⁰¹ In termen van het huidige art. 6:162 lid 3 BW zou de hedendaagse jurist het zo verwoorden, dat rechtsdwaling krachtens *verkeersopvattingen* voor *rekening* van de dwalende komt.

Uit het voorgaande vormt zich het beeld, dat de begrippen verantwoordelijkheid en toerekenbaarheid in de benadering van Schut zeer dicht tegen elkaar aan liggen. Beide beogen, vanuit tegenovergesteld gezichtspunt, een *relatie* weer te geven tussen dader en daad: de dader is verantwoordelijk voor de daad; de daad is toerekenbaar aan de dader. Beide omvatten een schuld- en een risico-element. Ook taalkundig is er een verband. Van Dale’s Groot Woordenboek der Nederlandse Taal (13^{de} druk, 1999) geeft als betekenis van ‘toerekenbaar’:

‘(juridisch) van een daad waarvoor iemand verantwoordelijk kan worden gesteld.’¹⁰²

In de specifiek op prospectusaansprakelijkheid gerichte literatuur wordt de grens tussen verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid niet altijd scherp getrokken.¹⁰³ Lemstra gaat wèl in op het onderscheid tussen verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid.¹⁰⁴ Ook Brink maakt onderscheid tussen de twee:

99 Schut 1963, p. 38-40. Ook Hartkamp en Sieburgh stellen zich de vraag of er een gemeenschappelijke grondslag is voor alle gevallen van wettelijke aansprakelijkheid. Zij bespreken kort de theorie van Schut maar sluiten zich niet bij hem aan, omdat zij van mening zijn dat door zijn theorie het probleem slechts wordt verschoven: in plaats van naar de ratio van de wettelijke aansprakelijkheid, moet nu gezocht worden naar die van de rechtelijke verantwoordelijkheid. Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 29. Aan Hartkamp en Sieburgh kan worden toegegeven dat deze verschuiving voor het zoeken naar de *ratio* van verantwoordelijkheid of aansprakelijkheid weinig oplevert. Maar de wijziging van *perspectief* die door de theorie van Schut teweeg wordt gebracht kan nuttig zijn. In geval van een misleidend prospectus wordt *juist* met het stellen van de verantwoordelijkheidsvraag de kern geraakt, te weten: aan welke partijen die in de loop van het transactieproces enige wijze bemoeienis met het opstellen van het prospectus hebben, kan worden gevraagd *verantwoording* af te leggen aan de belegger over de wijze waarop zij zich van hun taak hebben gekweten? De mogelijke (financiële) aansprakelijkheid van één of meer van deze partijen ligt (slechts) in het verlengde daarvan.

100 Schut 1963, p. 14, 39 en 106.

101 Schut 1963, p. 39 en 115.

102 De door Schut geraadpleegde druk van het woordenboek gaf al dezelfde omschrijving. Zie Schut 1963, p. 16.

103 Zie bijvoorbeeld Jansen, Schreuder & Verhagen 2003, hoofdstuk 3; De Rooy 2003, p. 80-83. Arons behandelt in zijn dissertatie onder het hoofdje ‘*persons responsible for the prospectus*’ de vraag welke partijen in een ipo *aansprakelijk* kunnen worden gehouden (Arons 2012, par. 3.5). Blom besteedt in zijn dissertatie (Blom 1996) aan de prospectusverantwoordelijkheid geen afzonderlijke aandacht.

104 Lemstra 2011, par. 4.4.

‘Waar de *lead manager* een zekere verantwoordelijkheid heeft ten aanzien van de deugdelijkheid van de inhoud van het prospectus, kan zij aangesproken worden op grond van onrechtmatige daad ex art. 6:162.’¹⁰⁵

Timmerman maakt reeds in een oudere publicatie expliciet onderscheid tussen verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid:

‘Verantwoordelijkheid voor een misleidend prospectus impliceert niet zonder meer aansprakelijkheid. Voor aansprakelijkheid moet zijn voldaan aan specifieke eisen, zoals schuld.’¹⁰⁶

Met het maken van dit onderscheid sluiten Timmerman (*avant la lettre*), Lemstra en Brink aan bij het systeem van art. 6 Prospectusrichtlijn.

5.5.5.3 INKLEURING VERANTWOORDELIJKHEIDSBEGRIJ¹⁰⁷

Wie zijn de prospectusverantwoordelijken van art. 6(1) Prospectusrichtlijn tegen wie de belegger aanspraak kan maken op effectieve rechtsbescherming? Hieronder wordt op deze vraag ingegaan aan de hand van diverse bronnen.

a. Art. 6(1) Prospectusrichtlijn; praktijk Euronext Amsterdam

Allereerst dient de tekst van art. 6(1) Prospectusrichtlijn zelf te worden beoordeeld. Deze biedt een ruime keuze voor wat betreft degene bij wie de verantwoordelijkheid voor het prospectus berust. *Tenminste* de uitgevende instelling zelf of haar leidinggevend, toezichthoudend of bestuursorgaan, de aanbieder, de aanvrager van toelating tot de handel of de garant, al naar gelang het geval, dient verantwoordelijk te zijn. Daarmee wordt aan de lidstaten een dermate ruime keuze ten aanzien van de verantwoordelijken voor het prospectus gelaten, dat het onderwerp door de Prospectusrichtlijn de facto nauwelijks of niet wordt geharmoniseerd.¹⁰⁸

Een van de mogelijkheden is, dat de uitgevende instelling de verklaring zelf aflegt. Voor deze variant wordt in de kapitaalmarktpraktijk van Euronext Amsterdam in het algemeen gekozen. Andere partijen – zoals bestuurders en commissarissen van de uitgevende instelling of de *lead manager* – worden op die manier *formeel* niet met (extra) verantwoordelijkheid en potentiële aansprakelijkheid belast. Men probeert deze partijen hiermee uit de wind te houden. *Formeel* gezien neemt alleen de uitgevende instelling verantwoordelijkheid voor het prospectus. Men zou kunnen stellen dat dit voor de uitgevende instelling toch geen extra aansprakelijkheidsrisico oplevert, aangezien zij in geval van mislei-

105 Brink 2009, p. 326.

106 Timmerman 1996, p. 84.

107 Deze paragraaf is deels een bewerking van J.P. Franx, Effectieve rechtsbescherming van beleggers, in: B.F. Assink e.a. (red.), De toekomst van het ondernemingsrecht - het ondernemingsrecht van de toekomst, Opstellen voor Prof. mr. L. (Vino) Timmerman ter gelegenheid van zijn 65^{ste} verjaardag en 25+ jaar hoogleraarschap, Serie vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 99, Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 97-114

108 Het gebruik van het woord ‘tenminste’ in art. 6 lid 1 Prospectusrichtlijn geeft aan dat het de lidstaten vrij staat de aansprakelijkheid [bedoeld moet zijn: ‘verantwoordelijkheid’; jpf] uit te breiden tot andere personen, zoals accountants en adviseurs. Aldus de motivering van de Raad bij zijn gemeenschappelijk standpunt van 24 maart 2003 in het kader van de totstandkoming van de richtlijn (*PbEU* 2003 C 125 E/52).

dende mededelingen als openbaarmaker toch al aansprakelijk zou zijn uit hoofde van art. 6:194 BW.¹⁰⁹

In de totstandkomingsfase van de Prospectusrichtlijn leek art. 6 lid 1 aanvankelijk een meer dwingend karakter te krijgen. Het gewijzigd voorstel van de richtlijn bepaalde nog in art. 6 lid 1 dat de verantwoordelijkheid voor prospectus-informatie berust bij

'het leidinggevend, toezichhoudend of bestuursorgaan van de emittent, de aanbieder, de aanvrager van de toelating tot de handel op een gereguleerde markt of de garant, al naar gelang het geval.'¹¹⁰

Daarmee wordt de prospectusverantwoordelijkheid onomwonden bij het bestuur van (in beginsel) de uitgevende instelling gelegd. Overigens sluit het gewijzigd voorstel hiermee aan bij het regime van de oude kapitaalmarktlijn 89/298/EG en 2001/34/EG, voorgangers van de huidige Prospectusrichtlijn, welke eveneens uitgaan van verantwoordelijkheid van het bestuur.¹¹¹ Het huidige art. 6 lid 1 Prospectusrichtlijn vormt derhalve met zijn 'keuzemenu' een breuk met het verleden. Een bevredigende toelichting op deze koerswending wordt in de totstandkomingsgeschiedenis van de richtlijn niet gegeven. Het moet erop gehouden worden dat sprake is van een politiek compromis binnen de Raad bij het formuleren van zijn gemeenschappelijk standpunt.¹¹² De Raad wilde kennelijk in de nieuwe Prospectusrichtlijn geen opstap naar bestuurdersaansprakelijkheid inbouwen.

Een poging binnen de gelederen van de Europese richtlijngever om aan art. 6 lid 1 Prospectusrichtlijn een bredere reikwijdte te geven is afkomstig van de Economische en Monetaire Commissie van het Europees Parlement. Deze heeft de aanbeveling gedaan om in art. 6 lid 1 de lidstaten ertoe te verplichten een zodanige regeling te treffen, dat 'de hoofdaccountants, de accountants, de analisten en de adviseurs die van de leiding van de uitgevende instelling een mandaat hebben ontvangen en een wezenlijke bijdrage aan het prospectus hebben geleverd, aan de bevoegde autoriteit worden meegedeeld en door beleggers ter verantwoording kunnen worden geroepen'.¹¹³ Deze aanbeveling om meerdere *inhoudelijk* bij het prospectus betrokkenen verantwoordelijk te houden is door het Europees Parlement – naar ik aanneem tot vreugde van de adviespraktijk – niet overgenomen, zo blijkt uit de betreffende wetgevingsresolutie.¹¹⁴ De aanbeveling scheert weliswaar diverse partijen die op verschillende wijzen bij de transactie betrokken zijn over één kam, maar het idee van een regeling die verplicht tot het doen van bepaalde mededelingen (zoals ik het lees: *buiten* het prospectus om) aan de toezichthouder is op zichzelf interessant. Wanneer beleggers het recht van inzage in die mededelingen zouden hebben, zou een dergelijke regeling het risico van aan-

109 Of als degene die een misleidende handelspraktijk verricht uit hoofde van art. 6:193a e.v. BW.

110 Gewijzigd voorstel van de Commissie van 9 augustus 2002 (COM (2002)460 definitief; *PbEG* 2003, C 20 E/122. De Nederlandse versie spreekt van 'aansprakelijkheid', maar de Engelse van 'responsibility'.

111 Dit wordt door de Commissie bevestigd in de toelichting bij art. 6 van het gewijzigd voorstel.

112 Zie het gemeenschappelijk standpunt van de Raad van 24 maart 2003 (nr. 25/2003, *PbEG* 2003, C 125 E/21), waarbij de volgende uitleg wordt gegeven: 'De formulering van artikel 6 is verduidelijkt om het feit in aanmerking te nemen dat de uitgevende instelling een rechtspersoon kan zijn'. Een belangrijke koerswending wordt aangeduid als 'verduidelijking' en wordt daardoor versluierd. Zie eveneens Franx 2004, par. 2.1.

113 Aanbeveling gedaan op 13 juni 2003, COD 2001/0117, A5-0218/2003.

114 Wetgevingsresolutie van 2 juli 2003, *PbEU* 2003 C 74 E/251.

sprakelijkheid van accountants en andere adviseurs van de uitgevende instelling kunnen verhogen, zeker wanneer specifiek aan de toezichthouder moet worden medegedeeld wie bij de opstelling van welke delen van het prospectus betrokken is geweest.

b. Engels recht

Anders dan hier te lande is de verantwoordelijkheid voor het prospectus wel als afzonderlijk concept opgenomen in de Engelse wetgeving. Section 90(1) Financial Securities and Markets Act (FSMA) 2000 bepaalt dat ‘any person *responsible* for listing particulars is *liable* to pay compensation’ aan hen die verlies hebben geleden ten gevolge van misleidende of onvolledige informatie welke daarvan deel uitmaakt, tenzij hij bepaalde verweermiddelen kan aanvoeren.¹¹⁵ Deze ‘persons responsible’ worden opgesomd in de Prospectus Rules uitgevaardigd door de Engelse Financial Conduct Authority (FCA) en behelzen kort gezegd (a) de uitgevende instelling; (b) haar bestuurders; (c) een ieder die in het prospectus als verantwoordelijke wordt vermeld; (d) de aanbieder van de effecten (indien dit niet de uitgevende instelling is) en haar bestuurders; (e) de aanvrager van toelating tot de handel en haar bestuurders; en (f) ‘each person not falling within any of the previous paragraphs who has authorised the contents of the prospectus’.¹¹⁶ Hiermee trekt de Engelse regelgeving de kring van potentieel verantwoordelijken voor het prospectus (zeer) breed. Zij incorporeert enkele categorieën die de Europese richtlijngever, zoals hierboven bleek, bewust buiten de reikwijdte van het verantwoordelijkheidsbegrip van art. 6(1) Prospectusrichtlijn heeft gelaten.¹¹⁷ Allereerst zijn dit de bestuurders van de uitgevende instelling (categorie (b)). Daarnaast biedt categorie (f) een opening om allerhande betrokkenen als verantwoordelijken te kenmerken, waaronder accountants en adviseurs van de uitgevende instelling die (delen van) het prospectus hebben ‘geautoriseerd’. Aan dit ‘autoriseren’ worden geen vereisten gesteld. Een ‘autorisatieverklaring’ in het prospectus wordt niet vereist. Een expert die de concept tekst voor een technisch deel van het prospectus aanlevert in de wetenschap dat zijn tekst nagenoeg ongewijzigd zal worden opgenomen, lijkt al het risico te lopen als ‘autorisor’ te worden beschouwd.¹¹⁸ Met name deze restcategorie (f) kleurt de Engelse prospectusverantwoordelijkheid in zekere mate *inhoudelijk* in. Inhoudelijke bemoeienis bij de totstandkoming van (delen van) het prospectus schept verantwoordelijkheid voor de inhoud daarvan.¹¹⁹

115 ‘Listing particulars’ zijn informatiedocumenten m.b.t. effecten die niet onder de Prospectusrichtlijn vallen. Section 90(1) FSMA 2000 verklaart de regel ook van toepassing op prospectussen. De verweermiddelen zijn gedefinieerd in Schedule 10 bij de FSMA 2000 en omvatten o.m. een variant van de due diligence defence.

116 Prospectus Rules 5.5.3(2).

117 De Engelse aanpak conflicteert desondanks niet met het principe van maximum harmonisatie van de Prospectusrichtlijn, omdat dit beginsel voor wat betreft de prospectusverantwoordelijkheid wordt teniet gedaan door gebruik van het woord ‘tenminste’ in art. 6(1) Prospectusrichtlijn.

118 Wel sluit Prospectus Rules 5.5.9 verantwoordelijkheid voor het prospectus uit wanneer uitsluitend sprake is van ‘giving advice about its contents in a professional capacity’. De scheidslijn tussen adviseren en autoriseren kan in de praktijk echter uiterst dun zijn. Wat bijv. te denken van de juridisch adviseur die (a) adviseert over het hoofdstuk ‘description of share capital’ en/of (b) daarvan bovendien de concept tekst aanlevert en/of (c) daarover bovendien een legal opinion aan de uitgevende instelling afgeeft en (d) er bovendien in toestemt dat deze opinion full tekst op de website van de SEC wordt geplaatst ter kennisneming van het belegendend publiek? Waar houdt op deze glijdende schaal het adviseren op en begint het autoriseren?

119 Hudson schrijft, m.i. ten onrechte, het onderscheid tussen de formele verantwoordelijkheid van categorie (c) en de meer inhoudelijke invalshoek van categorie (f) weg. Zie Hudson 2008, p. 544.

c. Literatuur

De kwestie van formele dan wel inhoudelijke verantwoordelijkheid voor het prospectus is aan de orde gekomen in een discussie die in de literatuur heeft plaatsgevonden over het effect van opname van een disclaimer in het prospectus. De mogelijkheid van een disclaimer ten behoeve van de lead manager met betrekking tot specifieke – in casu van de accountant als expert afkomstige – mededelingen is door de Hoge Raad gesuggereerd in het Coop-arrest.¹²⁰ In het kader van deze discussie is door Timmerman betoogd dat de verantwoordelijkheid van de lead manager voor het prospectus volgt uit het feit dat de uitgevende instelling de transactie laat verzorgen door de lead manager, afgaande op diens reputatie en plaatsingskracht in de markt. Ook heeft de lead manager de inhoud van het prospectus door middel van een due diligence onderzoek geverifieerd. Aan dat alles doet de verklaring in het prospectus dat uitsluitend de uitgevende instelling verantwoordelijk is, niet af. Timmerman betoont zich hiermee een voorstander van het hanteren van een *inhoudelijk* verantwoordelijkheids criterium. Niet de verklaring in het prospectus, maar de werkelijkheid van de transactie is bepalend voor prospectusverantwoordelijkheid.^{121/122}

d. Europese Hof van Justitie

Substantiële steun voor het standpunt, dat naar nationaal recht de kring van verantwoordelijken en aansprakelijken breder kan zijn dan degenen die in het prospectus als verantwoordelijk worden aangemerkt, biedt een uitspraak van het Hof van Justitie EG van 5 juli 2007. Daarin overweegt het Hof als volgt¹²³:

47. ‘De nationale wetgever kan derhalve een aansprakelijkheidsregeling vaststellen voor personen die in het prospectus dat met het oog op een dergelijke toelating wordt gepubliceerd, uitdrukkelijk als verantwoordelijke personen worden aangewezen, *en voor andere categorieën personen, zelfs wanneer deze laatsten in het prospectus niet uitdrukkelijk worden vermeld*, mits die regeling verenigbaar is met het doel van richtlijn 2001/34.

(...)

120 HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W. F. Verkade (Coop). Zie over disclaimers in het prospectus meer uitgebreid par. 15.8.

121 Timmerman 1996, p. 70 en 83. Anders dan Timmerman zou ik willen betogen dat de verantwoordelijkheid van de lead manager voor het prospectus *geheel* voortvloeit uit het feit dat de lead manager zijn naam aan de emissie verbindt en inhoudelijke bemoeienis met het opstellen van het prospectus heeft, en niet tevens uit het verrichten van due diligence onderzoek. Daarvoor geldt eerder het omgekeerde: de due diligence wordt door de lead manager verricht *omdat* hij prospectusverantwoordelijk is. De kritiek van Timmerman op de formele benadering is hard. Naar zijn mening is de verklaring in het prospectus dat het grootste deel ervan uitsluitend voor de verantwoordelijkheid van de uitgevende instelling komt, een misleidende mededeling (Timmerman 1996, p. 83).

122 Ook Brink lijkt een materieel verantwoordelijkheidsbegrip voor te staan, hetgeen kan worden opgemaakt uit het in par. 5.5.5.2 (bij noot 105) opgenomen citaat. Brink spreekt daar immers van inhoudelijke verantwoordelijkheid van de lead manager, terwijl deze zich doorgaans niet in het prospectus formeel verantwoordelijk verklaart. Lemstra 2011, p.154 hanteert wel een (deels) formeel verantwoordelijkheidsbegrip door aan te knopen bij de verantwoordelijkheidsverklaring in het prospectus.

123 HvJEG 5 juli 2007, C-430/05, JOR 2007/210 (Ntinion en Pikoulas), r.o. 47, 50 en 51. De uitspraak heeft betrekking op het regime van Richtlijn 2001/34 inzake officiële notering (een van de voorgangers van Prospectusrichtlijn 2003/71), die geen hoog niveau van harmonisatie beoogt. Art. 6 lid 1 Prospectusrichtlijn doet dit evenmin, door de keuze te bieden uit meerdere personen die verantwoordelijk voor het prospectus kunnen zijn. Daarom is de uitspraak van het Hof eveneens van waarde voor het thans geldende regime van art. 6 Prospectusrichtlijn (en voor het toekomstige regime van art. 11 Prospectusverordening, dat vrijwel gelijklopend is). Het Hof laat zich daarover echter niet uitdrukkelijk uit, evenmin als A-G Sharpston (zie haar conclusie sub 38 bij het arrest).

50. Gelet op het doel van richtlijn 2001/34, met name een passende informatie van de beleggers te waarborgen, kan de identificatie van de personen die verantwoordelijk zijn voor de informatie in het prospectus die voor de beleggers noodzakelijk is, zoals bepaald in artikel 21 juncto de schema's A en B van bijlage I bij de richtlijn [i.e. de personen die met naam en functie als verantwoordelijken in het prospectus worden vermeld; jpf] *niet uitputtend worden geacht, in de zin dat de verantwoordelijkheid voor de juistheid van de informatie in het prospectus niet slechts kan rusten op de daarin genoemde natuurlijke of rechtspersonen, zonder dat rekening wordt gehouden met de economische en organisatorische realiteit van de emissie.*

51. Het kan immers niet worden uitgesloten dat het prospectus dat wordt gepubliceerd met het oog op de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs, *niet de identiteit vermeldt van bepaalde natuurlijke of rechtspersonen die verantwoordelijk zijn voor het beheer van de uitgevende instelling, of gegevens kunnen verstrekken en beoordelen over het vermogen, de financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van die instelling en kunnen bepalen welke rechten verbonden zijn aan die effecten. Daarom staat niets eraan in de weg, dat de bevoegde nationale autoriteiten dergelijke personen verantwoordelijk houden voor onjuiste of misleidende informatie in het prospectus.* [curs. jpf]

In de zaak *Ntinionik en Pikoulas* moest het Europese Hof zich buigen over een prejudiciële vraag met betrekking tot een Griekse *wettelijke regeling* op grond waarvan een boete kon worden opgelegd aan de bestuurders van de uitgevende instelling in geval van onjuiste of misleidende informatie in het prospectus, zonder dat deze bestuurders allen in het prospectus als verantwoordelijken waren vermeld. De overwegingen van het Hof beperken zich niet tot dit geval en zijn van een meer principiële aard. In r.o. 51 overweegt het Hof dat niets eraan in de weg staat dat *de bevoegde nationale autoriteiten* ook anderen dan de in het prospectus vermelde personen verantwoordelijk houden voor onjuiste of misleidende prospectusinformatie. Onder 'bevoegde nationale autoriteiten' dient in het kader van het Unierecht naast de wetgever ook de nationale rechter te worden begrepen. Dit zou de mogelijkheid openen dat de nationale rechter in aansprakelijkheidskwesties per geval 'de economische en organisatorische realiteit van de emissie' (r.o. 50) in zijn overwegingen betreft. Hij zou dat kunnen doen door aan de hand van de feitelijke stellingen van partijen na te gaan welke (rechts)personen in concreto van doen hebben gehad met het opstellen van het prospectus, het verzamelen van onderliggend materiaal, het verrichten van onderzoek en andere gerelateerde werkzaamheden en om vervolgens aan de hand daarvan te bepalen wie verantwoordelijk zijn.

e. Hoge Raad

Steun voor de inhoudelijke (en niet de formele) benadering van prospectusverantwoordelijkheid kan, althans voor zover het betreft de lead manager, eveneens worden gevonden in het arrest van de Hoge Raad inzake *World Online*. Daarin komt de Hoge Raad de belegger met het oog op een effectieve rechtsbescherming, zoals voorzien door art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn, tegemoet door csqn-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing als uitgangspunt te

nemen.¹²⁴ De Hoge Raad beperkt de werking van dit bewijsvermoeden niet tot aanspraken van de belegger jegens de uitgevende instelling. Aangenomen moet worden dat ook de lead managers, die naast de uitgevende instelling gedaagden in de procedure zijn, erdoor worden getroffen. De effectieve rechtsbescherming van art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn, die de positie van de belegger versus de *verantwoordelijken* voor het prospectus beoogt te versterken, lijkt dus ook tegen de lead managers te werken, hoewel die in het World Online-prospectus niet als verantwoordelijken zijn opgevoerd.¹²⁵ De Hoge Raad hanteert hiermee impliciet een inhoudelijk (i.t.t. een formeel) verantwoordelijkheids criterium. Partijen (in casu de beide lead managers) die niet in het prospectus als verantwoordelijken worden vermeld kunnen toch verantwoordelijk, en onder nadere voorwaarden aansprakelijk worden gehouden.

5.5.5.4 CONCLUDERENDE OPMERKINGEN; DOORWERKING

Het concept van prospectusverantwoordelijkheid is van belang, omdat uit art. 6 Prospectusrichtlijn volgt dat acties van beleggers tegen hen die verantwoordelijk zijn voor het prospectus niet uiterst moeilijk of onmogelijk mogen worden gemaakt. Wie zijn deze prospectusverantwoordelijken? Art. 6 lid 1 Prospectusrichtlijn lijkt ruimte te laten om alleen de uitgevende instelling zelf door het afleggen van een verklaring in het prospectus verantwoordelijkheid voor de inhoud daarvan te laten nemen. Van deze mogelijkheid wordt in de Nederlandse kapitaalmarktpraktijk en de toezichtpraktijk van de AFM gebruik gemaakt. Het betreft een *formele* verantwoordelijkheid, aangezien de verklaring niet duidelijk maakt welke personen of partijen op enige wijze *inhoudelijke* bemoeienis met het prospectus hebben gehad en daarover uit dien hoofde mogelijk verantwoording schuldig zijn. Bij een formele invulling van het verantwoordelijkheidsbegrip zouden beleggers alleen bij acties tegen de uitgevende instelling aanspraak kunnen maken op effectieve rechtsbescherming uit hoofde van art. 6(2) Prospectusrichtlijn.

Wanneer art. 6 lid 2 ruimer wordt uitgelegd in de zin dat het eveneens betrekking heeft op de *inhoudelijk* verantwoordelijken – i.e. degenen die daadwerkelijk bemoeienis hebben gehad met het bepalen van de inhoud van het prospectus, ongeacht of zij daarin als verantwoordelijken worden opgevoerd of aan bepaalde delen daarvan hun naam verbinden – zouden ook acties van beleggers tegen andere partijen, zoals de lead manager, bestuurders en wellicht de accountant en andere adviseurs van de uitgevende instelling niet onmogelijk of uiterst moeilijk mogen worden gemaakt. In het totstandkomingsproces van de Prospectusrichtlijn leek het verantwoordelijkheidsbegrip aanvankelijk een meer inhoudelijke lading te krijgen. Uiteindelijk heeft de Raad in zijn gemeenschappelijk standpunt ruimte gelaten voor de strict formele benadering waarmee de Nederlandse praktijk thans werkt. Gebleken is echter, dat daarmee de inhoudelijke benadering niet van de baan is. Engeland, een jurisdictie met een van de belangrijkste kapitaalmarkten in de EU, hanteert een zeer breed verantwoordelijkheidsbegrip met een

¹²⁴ Zie r.o. 4.11.2 van het arrest.

¹²⁵ De verantwoordelijkheidsverklaring is alleen door World Online zelf afgegeven, zie p. 4 van het (voorlopig) prospectus.

deels inhoudelijke inslag. De arresten van het Europese Hof inzake Ntinion en Pikoulas en van de Hoge Raad inzake World Online, alsmede de visie van enkele auteurs, bieden steun aan de inhoudelijke benadering.

Er is in Europees verband dus sprake van een spanningsveld tussen een formele en een inhoudelijke invulling van de prospectusverantwoordelijkheid. Uiteindelijk zal het Europese Hof bij gelegenheid moeten uitmaken of de in Ntinion en Pikoulas ingezette koers van een meer inhoudelijk getinte prospectusverantwoordelijkheid ook in civiele aansprakelijkheidskwesities zal worden voortgezet. Voordat het zover is, laat het Ntinion- en Pikoulas-arrest naar mijn mening ruimte voor een meer inhoudelijke benadering door de nationale rechter waarbij deze bij het beantwoorden van de verantwoordelijkheidsvraag ‘rekening houdt met de economische en organisatorische realiteit van de emissie’. Bij die benadering zou de inhoudelijke betrokkenheid van een partij bij het opstellen van het prospectus de kans op aansprakelijkheid vergroten.

5.5.6 *Doorwerking van prospectusplicht (art. 3 PR)*

Een van de belangrijkste onderwerpen die worden geregeld door de Prospectusrichtlijn is de verplichting tot het opstellen van een prospectus, ook wel bekend als de prospectusplicht.¹²⁶ De art. 3 en 4 van de richtlijn zijn geheel aan de prospectusplicht gewijd.¹²⁷ Deze bepalingen zijn geïmplementeerd in de art. 5:2, 5:3 en 5:4 Wft. Art 5:2 bepaalt, kort gezegd, dat het verboden is om in Nederland effecten aan te bieden aan het publiek of te doen toelaten tot de handel op een gereguleerde markt, zonder dat een door de AFM goedgekeurd prospectus wordt gepubliceerd. Art. 5:3 en 5:4 Wft geven een groot aantal uitzonderingen op deze prospectusplicht. Belangrijke uitzonderingen die in het voorgaande al aan de orde kwamen zijn het aanbieden van effecten aan uitsluitend gekwalificeerde beleggers¹²⁸ dan wel aan minder dan 150 particuliere beleggers.^{129/130}

Hoe verhoudt deze prospectusplicht zich nu tot het leerstuk van de prospectusaansprakelijkheid? Gewezen kan worden op het doel van het prospectus. Een prospectus dient ertoe de belegger juist en volledig te informeren over een bepaalde beleggingspropositie. Daartoe dient het document aan bepaalde inhoudelijke criteria te voldoen.¹³¹ Rode draad is de algemene disclosure standaard van art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn (art. 5:13 lid 1 Wft), dat bepaalt dat het prospectus

126 Maris & Boele 1994, p. 142, spreken van ‘prospectusdwang’, ook om aan te geven dat het prospectus nauwelijks meer kan worden gezien als ‘een reclamemiddel in eigenlijke zin’.

127 In de nieuwe Prospectusverordening (eerste concept gepubliceerd onder COM(2015) 583 final; 2015/0268(COD); laatste versie 16 december 2016) zijn de corresponderende bepalingen met name te vinden in art. 1 en 3.

128 Art. 5:3 lid 1 (a) Wft.

129 Art. 5:3 lid 1(b) Wft.

130 De richtlijn is uit hoofde van art. 1 niet van toepassing op (1) bepaalde instrumenten (bijvoorbeeld rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging die niet van het closed-end type zijn); (2) bepaalde effecten (bijvoorbeeld effecten die gegarandeerd worden door een lidstaat); (3) bepaalde aanbiedingen van effecten (bijvoorbeeld aanbiedingen waarbij de totale tegenwaarde van de aanbieding berekend over een periode van 12 maanden minder dan € 5 miljoen bedraagt). Waar de richtlijn niet van toepassing is, hebben de lidstaten de vrijheid om zelf regelend op te treden en te kiezen voor wel of geen prospectusplicht. Nederland heeft bijvoorbeeld van deze vrijheid gebruik gemaakt door de vrijstelling van de prospectusplicht voor kleine aanbiedingen te beperken tot aanbiedingen met een tegenwaarde van € 2,5 miljoen (art. 53 lid 2 Vr Wft). Hoewel over de systematiek van de prospectusplicht onder de Prospectusrichtlijn en de implementatie daarvan in de Wft meer te zeggen valt, volsta ik met deze zeer korte schets op hoofdlijnen. Voor een uitvoeriger uiteenzetting zie Grundmann-van de Krol 2012, p. 133-144.

131 Deze zijn op hoofdlijnen uiteengezet in par. 5.1.1.

alle gegevens moet bevatten die noodzakelijk respectievelijk van belang zijn voor het vormen van een verantwoord oordeel door de belegger over de verschillende aspecten van de uitgevende instelling en de effecten. Het prospectus beoogt dus te voorkomen dat de belegger met een verkeerde voorstelling van zaken instapt. Het strekt ertoe beleggers hiervoor te behoeden. Prospectus en prospectusplicht kunnen daarom worden gezien als een belangrijk instrument van beleggersbescherming. Prospectusaansprakelijkheid is van deze bescherming het noodzakelijke sluitstuk.¹³² Zonder enige vorm van aansprakelijkheid te verbinden aan het misleidend zijn van het prospectus, zou de prospectusplicht (afgezien van publiekrechtelijke sanctionering) een tandenloze tijger zijn.

De prospectusplicht werkt door in het civiele aansprakelijkheidsrecht. Het niet voldoen aan de prospectusplicht van art. 5:2 Wft levert onrechtmatig handelen op onder art. 6:162 lid 2 BW, omdat wordt gehandeld in strijd met een wettelijke plicht. Doorwerking van art. 3 Prospectusrichtlijn in het privaatrecht vindt dus plaats via het nationale publiekrecht.

Wat betreft de toepasselijkheid van de bijzondere regeling van afdeling 6.3.3A of 6.3.4 BW brengt de prospectusplicht ons op een merkwaardige tweesprong. Verdedigbaar is dat het geheel nalaten door de uitgevende instelling en de lead manager om een prospectus te publiceren bij een aanbieding van effecten die prospectusplichtig is ex art. 5:2 Wft kwalificeert als een oneerlijke handelspraktijk in de zin van art. 6:193a lid 1(d) BW e.v. Onder 'handelspraktijk' valt immers ook 'iedere (...) omissie [of] gedraging'.¹³³ De regeling van art. 6:194 BW mist echter toepassing, omdat in het geheel geen sprake is van een mededeling, laat staan van openbaarmaking daarvan. Dat zou betekenen dat bij aanspraken van particuliere beleggers in geval van het geheel ontbreken van een verplicht prospectus de bewijslast ten aanzien van onrechtmatigheid en toerekenbaarheid wel in hun voordeel wordt omgekeerd, maar bij aanspraken van bedrijfsmatig handelende beleggers in dezelfde aangelegenheid niet. Bedrijfsmatig handelende beleggers moeten op basis van art. 6:162 BW ageren, zonder omkering van de bewijslast in hun voordeel. Maar omdat het, zoals gezegd, gaat om handelen door de uitgevende instelling en de lead manager in strijd met de wettelijke verplichting om een prospectus te publiceren, zal daarmee de onrechtmatigheid in beginsel gegeven zijn. Deze feiten zijn onbetwistbaar, dus een processueel debat in de bewijssfeer zal daarover niet ontstaan. Voor wat betreft de toerekenbaarheid zouden de uitgevende instelling en de lead manager zich theoretisch nog kunnen beroepen op rechtsdwaling (men kende de overtreden norm niet). Een dergelijk beroep wordt in het kader van een onrechtmatige daadsactie doorgaans afgewezen omdat rechtsdwaling in beginsel voor risico van de dwalende komt.¹³⁴ Zeker ten aanzien van de lead manager, die als deskundige partij geldt, zal dit het geval zijn. De deskundigheid van de lead manager als

132 Aldus Franx 2004, p. 259. In dezelfde zin Blom 1996, p. 6, die spreekt van prospectusaansprakelijkheid als 'tegenhanger' van de prospectusplicht, die eraan moet bijdragen dat de informatie die het prospectus verschaft juist is en dat indien die informatie onjuist of misleidend is, de verantwoordelijke personen aansprakelijk kunnen worden gehouden voor de schade. De term *tegenhanger* is naar mijn mening minder gelukkig. Prospectusplicht en prospectusaansprakelijkheid zijn beide instrumenten van beleggersbescherming en liggen juist in elkaars verlengde.

133 'Omissie' omvat in deze lezing niet slechts het ontbreken van essentiële informatie in een gedane mededeling, maar ook het geheel achterwege laten van enige mededeling, waar dit wel op zijn plaats was geweest.

134 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 109.

adviseur van de uitgevende instelling moet aan laatstgenoemde worden toegerekend, zodat haar evenmin een beroep op rechtsdwaling zal toekomen. Aldus zal de bedrijfsmatig handelende belegger die het spoor van art. 6:162 BW bewandelt niet in hogere mate door bewijskwesaties worden gehinderd dan de consument-belegger die ageert op grond van art. 6:193a BW e.v..

5.5.7 Doorwerking van samenvatting/kerngegevens (art. 5 lid 2 PR)

Art. 5 lid 2 Prospectusrichtlijn bepaalt dat het prospectus een samenvatting moet bevatten. Op het gewicht van deze verplichte samenvatting is zwaar ingezet bij gelegenheid van de herziening van de Prospectusrichtlijn. Deze herziening is eind 2010, nadat de Europese Commissie de werking van de oorspronkelijke richtlijn had geëvalueerd, door middel van een tweetal wijzigingsrichtlijnen tot stand gekomen.¹³⁵ Inhoudelijk is met name de Eerste Wijzigingsrichtlijn 2010/73 van belang.¹³⁶ In Nederland zijn de beide wijzigingsrichtlijnen per 1 juli 2012 geïmplementeerd in de Wet op het financieel toezicht.¹³⁷

Op grond van deze Eerste Wijzigingsrichtlijn dient de samenvatting *in combinatie met het prospectus* de nodige gegevens over de wezenlijke elementen van de betreffende effecten te verschaffen om beleggers ‘te helpen wanneer zij overwegen in die effecten te investeren.’¹³⁸ Dat gebeurt door in de samenvatting op beknopte wijze en in niet-technische bewoordingen de zogenaamde ‘kerngegevens’ op te nemen. Daaronder wordt verstaan:¹³⁹

‘essentiële en naar behoren gestructureerde gegevens die aan de belegger moeten worden verstrekt om hem in staat te stellen de aard en de risico’s van de hem aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt toegelaten effecten te begrijpen en (...) te beslissen welke aanbiedingen van effecten hij *nader in beschouwing zal nemen.*’ [curs. jpf]

Het toegenomen belang van de samenvatting zou op enigerlei wijze in het civiele aansprakelijkheidsrecht moeten doorwerken. Enerzijds zou dit kunnen worden bewerkstelligd door onrechtmatig handelen van de uitgevende instelling aan te nemen indien bepaalde kerngegevens in de samenvatting ontbreken. Anderzijds zou ook kunnen worden uitgegaan van een toegenomen verantwoordelijkheid van de belegger om ten minste van de samenvatting daadwerkelijk kennis te nemen. Deze is immers – in nog sterkere mate dan voorheen – juist opgesteld om het voor hem gemakkelijker te maken om tot een verantwoorde beleggingsbeslis-

135 (1) Richtlijn 2010/73/EU van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot wijziging van Richtlijn 2003/71/EG betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten (*PbEU* 2010, L 327/1) en (2) Richtlijn 2010/78/EU van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot wijziging van de Richtlijnen 98/26/EG, 2002/87/EG, 2003/6/EG, 2003/41/EG, 2003/71/EG, 2004/39/EG, 2004/109/EG, 2005/60/EG, 2006/48/EG, 2006/49/EG en 2009/65/EG wat de bevoegdheden van de Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Bankautoriteit), de Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Autoriteit voor verzekeringen en bedrijfspensioenen) en de Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Autoriteit voor effecten en markten) betreft (*PbEU* 2010 L 331/120).

136 (Het voorstel voor) deze richtlijn wordt onder meer besproken door Schneider & Hakvoort 2011, Fischer-Appelt 2010, Van den Broek 2009 en Hijink 2009.

137 Wet van 10 mei 2012 (Stb. 2012, 219) en Wet van 15 mei 2012 (Stb. 2012, 247).

138 Art. 1 sub 5(a) (i) Eerste Wijzigingsrichtlijn, resulterend in wijziging van art. 5 lid 2 Prospectusrichtlijn.

139 Art. 1 sub 2(a) (ii) Eerste Wijzigingsrichtlijn, resulterend in wijziging van art. 2 lid 1 Prospectusrichtlijn.

sing te komen. Het niet kennismaken van de samenvatting door de belegger zou in die gedachtegang eerder kunnen uitmonden in een eigen schuld verweer van de kant van de uitgevende instelling.

Een dergelijke doorwerking ligt voor de hand. Daarbij moet wel worden aangetekend, dat een nuance in de Wijzigingsrichtlijn Prospectus een en ander tot op zekere hoogte vertroebelt. Bepaald wordt namelijk dat de samenvatting *in combinatie met het prospectus* ‘de nodige gegevens over de wezenlijke elementen van de betreffende effecten’ dient te bevatten. Aansprakelijkheid voor de samenvatting is eerst aan de orde, indien deze *in combinatie met de andere delen van het prospectus* niet de kerngegevens bevat.¹⁴⁰ Door toevoeging van de gecursiveerde tekst verwatert het belang van de samenvatting en lijkt het voor de belegger niet mogelijk om de uitgevende instelling en de lead manager wegens het ontbreken van kerngegevens in de samenvatting aansprakelijk te stellen. Het resultaat is naar mijn mening, dat de belegger nog steeds niet voldoende op de samenvatting kan vertrouwen. Wat de belegger met de ene hand wordt gegeven, wordt hem met de andere hand weer ontnomen.

5.6 Directe horizontale werking van Prospectusverordening 809/2004

Tot uitvoering van de Prospectusrichtlijn strekt de huidige Prospectusverordening.¹⁴¹ De bijlagen bij deze verordening bevatten zeer gedetailleerde inhoudelijke voorschriften voor het uit hoofde van art. 5:2 Wft verplichte prospectus.¹⁴² Uit eerdere beschouwingen over de werking van verordeningen¹⁴³ vloeit naar mijn mening het volgende voort ten aanzien van prospectusaansprakelijkheid in verhouding tot de Prospectusverordening.

De bepalingen van de Prospectusverordening zijn onvoorwaardelijk en voldoende nauwkeurig. Zij zijn bedoeld om beleggers te beschermen tegen (met name) onvolledigheid van het prospectus,¹⁴⁴ hetgeen impliceert dat beleggers zich er tegenover de uitgevende instelling op kunnen beroepen. Bij elkaar genomen betekent dit, dat de Prospectusverordening directe horizontale werking heeft. Dat wil zeggen – in de hierboven¹⁴⁵ uiteengezette benadering van Sieburgh ten aanzien van verordeningen – dat de aansprakelijkheid van de uitgevende instelling en de lead manager jegens beleggers voor een onvolledig prospectus rechtstreeks uit schending van de Prospectusverordening kan voortvloeien. Voorafgaande kwalificatie als onrechtmatige daad naar nationaal recht is niet noodzakelijk. Wel moet voor aansprakelijkheid van particulieren onderling wegens

140 Zie de art. 5 lid 2 en 6 lid 2 Prospectusrichtlijn, zoals gewijzigd door de Wijzigingsrichtlijn Prospectus 2010/73.

141 Verordening 809/2004/EG van de Commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG wat de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opneming van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van reclame betreft (*PbEG* 2004, L 149).

142 Zie over de Prospectusverordening Franx 2010, par. 15.3.3; Stevens 2011, par. 5.7.

143 Zie par. 5.3.4.

144 De goedkeuringstoets van de AFM aan de Prospectusverordening betreft met name het volledigheidaspect. Daarnaast toetst de AFM het prospectus op begrijpelijkheid en consistentie, waarvoor art. 5:13 lid 2 Wft (de implementatie van art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn) het belangrijkste aanknopingspunt vormt. Zie Maatman & Van Walsum 2011, par. 6.2.

145 Zie par. 4.3.4.

schending van Unierecht in beginsel aan een aantal voorwaarden zijn voldaan. Deze voorwaarden zijn ontleend aan de rechtspraak waarin het Europese Hof criteria voor de niet-contractuele aansprakelijkheid van de Unie zelf en de lidstaten heeft ontwikkeld, welke zijn: 1. de geschonden regel strekt ertoe rechten aan particulieren toe te kennen (Schutznorm of relativiteitsvereiste, dat ruim wordt opgevat); 2. het moet gaan om een ‘voldoende gekwalificeerde schending’; 3. er is direct causaal verband tussen de geleden schade en de schending.¹⁴⁶ Ten aanzien van het causaliteitsvereiste zijn door het Europese Hof tot op heden geen duidelijke criteria ontwikkeld. De invulling daarvan wordt overgelaten aan het nationale recht.¹⁴⁷ Aangezien juist het vereiste van causaal verband naar Nederlands recht voor de belegger doorgaans de meest problematische hindernis is op de weg naar aansprakelijkheid van de uitgevende instelling en de lead manager, is het kwestieus of het bewandelen van de weg van de directe aansprakelijkstelling wegens schending van de Prospectusverordening – in plaats van een actie uit onrechtmatige daad naar Nederlands recht – de belegger veel zal opleveren.

Voor de belegger kan wel interessant zijn, dat aan de aansprakelijkheid van een private partij (in casu: de uitgevende instelling of de lead manager) wegens schending van Unierecht niet de eis lijkt te kunnen worden gesteld dat sprake moet zijn van een ‘voldoende gekwalificeerde schending’.¹⁴⁸ Daardoor komt voorwaarde nr. 2 te vervallen. Met andere woorden: ook een onbetekenende omissie van gegevens die door de Prospectusverordening worden voorgeschreven is onrechtmatig. Dit zou de belegger bij het stellen van misleiding door onvolledigheid verlossen van het criterium dat de onvolledigheid van de betreffende mededeling ‘van voldoende materieel belang’ moet zijn om de maatman-belegger te kunnen misleiden.¹⁴⁹ Anders gezegd: door het volgen van deze ‘Europeesrechtelijke route’ zou het door Pijls gesignaleerde causaliteitselement in de misleidingsnorm komen te vervallen.¹⁵⁰ Ook onbetekenende omissies zijn misleidend en leveren schending van Unierecht – i.e. de Prospectusverordening – op. Dit neemt niet weg, dat de belegger onder het causaliteitscriterium nog steeds zal moeten bewijzen dat hij bij het nemen van zijn beleggingsbeslissing daadwerkelijk door de misleiding is beïnvloed. Als het gaat om onbetekenende omissies in het prospectus, zal hij in dat bewijs niet slagen. Het voordeel van een lichtere stelplicht ten aanzien van de misleidendheid van de mededeling wordt

146 Voor een overzicht van die rechtspraak van het Europese Hof, zie Amtenbrink & Vedder 2010, p. 256-259 en p. 269-273.

147 Sieburgh 2007, p. 523.

148 Zie Sieburgh 2007, p. 522; Van Gerven 2010, p. 73. Van Gerven 2007, p. 28 spreekt van de afwezigheid van het vereiste van een ‘serious breach’ van Unierecht. Het criterium van ‘voldoende gekwalificeerde schending’ bij aansprakelijkheid van de Unie zelf en van lidstaten houdt rekening met een zekere discretionaire bevoegdheid die zij nodig hebben bij het omzetten en toepassen van Unierecht. Zij zijn daarom alleen aansprakelijk in geval van kennelijke en ernstige miskenning van de grenzen van deze bevoegdheid. Zie Eijsbouts 2010, p. 312-313 en Amtenbrink & Vedder 2010, p. 272. Een particulier heeft deze discretionaire bevoegdheid bij de naleving van het Unierecht niet.

149 Zijnde het criterium dat de Hoge Raad in het World Online arrest, r.o. 4.10.4, heeft geformuleerd voor de kwalificatie van een mededeling als misleidend, en derhalve als onrechtmatig. In de zelfde zin bepaalt art. 6:193d lid 2 BW dat het bij een ‘misleidende omissie’ moet gaan om het weglaten van ‘essentiële informatie (...) waardoor de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen, dat hij anders niet had genomen’.

150 Pijls 2008, p. 344. Daar kan tegenin worden gebracht dat het materialiteits-/noodzakelijkheids criterium van art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn 2003/71 mogelijk moet worden ingelezen. Zie de verwijzing naar laatstgenoemde bepaling in art. 3 Prospectusverordening, die echter alleen spreekt van mogelijke *aanvulling* – en niet: beperking – van de in het prospectus op te nemen gegevens.

daardoor overschaduwd. Dit ontnemt de Europeesrechtelijke route naar mijn mening voor een belangrijk deel zelfstandige betekenis.¹⁵¹

¹⁵¹ Van Gerven merkt nog op dat voor de aansprakelijkheid van private partijen wegens schending van het Unierecht, in het bijzonder het mededingingsrecht, geen plaats is voor een vereiste van subjectieve schuld/verwijtbaarheid, juist omdat discretionaire bevoegdheid bij naleving van de betrokken regel ontbreekt (zie hierboven noot 142). Het enkele handelen in strijd met de regel leidt tot objectief toerekenbare onrechtmatigheid. Daarmee lijkt Van Gerven in de richting van risico-aansprakelijkheid voor private partijen te gaan. Zie Van Gerven 2002, p. 73 en Van Gerven 2007, p. 28. De benadering van Van Gerven is wellicht passend in de context van de mededingingsrechtelijke verbodsbepalingen van de art. 101 en 102 VWEU, waar partijen geheel op hun eigen kompas kunnen varen en voor naleving niet afhankelijk zijn van adequate informatieverstrekking door hun wederpartij of een derde. In het kader van de Prospectusverordening zou deze benadering naar mijn mening tot ongewenste resultaten leiden, met name voor wat betreft de positie van de lead manager. Deze is voor naleving van de informatieverplichtingen van de Prospectusverordening immers aangewezen op behoorlijke informatievoorziening door de uitgevende instelling. Risico-aansprakelijkheid zou hem zelfs het verweer ontnemen dat hij adequate due diligence heeft verricht. Voor de praktijk is dit onwenselijk.

6 | Civielrechtelijk kader

6.1 Inleiding

In dit hoofdstuk zal het civielrechtelijke kader van de aansprakelijkheid voor een misleidend prospectus in het Nederlandse recht in kaart worden gebracht. In de paragrafen 6.2 en 6.3 wordt nagegaan op welke wijze het leerstuk zijn plaats heeft gekregen binnen het aansprakelijkheidsrecht en het consumentenrecht. In par. 6.4 komt de vraag aan de orde in hoeverre, zoals door sommigen wel is bepleit, het effectenrecht een geschikter wettelijke kader zou kunnen vormen.

Vervolgens wordt art. 6:162 BW (par. 6.5) meer in detail onderzocht tegen de achtergrond van prospectusaansprakelijkheid. In par. 6.6 wordt een korte inhoudelijke schets op hoofdlijnen gegeven van de afdelingen 6.3.3A BW (oneerlijke handelspraktijken) en 6.3.4 BW (misleidende reclame). Daarop voortbouwend zal worden onderzocht op welke wijze de bijzondere wettelijke regeling van de afdelingen 6.3.3A en 6.3.4 BW zich verhoudt tot de algemene regeling van artikel 6:162 BW (par. 6.7). Tenslotte zal aandacht worden besteed aan de onderlinge verhouding van de afdelingen 6.3.3A en 6.3.4 BW op hoofdlijnen (par. 6.8).

Dit hoofdstuk handelt niet over de plaats van het prospectus in het contractenrecht en mogelijke contractuele acties van de (primaire markt) belegger. Daaraan is het contractuele deel van deze studie gewijd.¹

6.2 Aansprakelijkheidsrecht

De eerste bijzondere wettelijke regeling van prospectusaansprakelijkheid die Nederland kende was ondergebracht in het onrechtmatige daadsrecht als de art. 1416a-d BW (oud). Deze regeling werd ingevoerd bij de codificatie van het vennootschapsrecht in 1928 in het WvK.² Toen de regeling van 1928 werd afgeschaft en, anticiperend op Richtlijn 84/450 (MVR), opging in de bredere regeling van misleidende mededelingen bleef sprake van een speciesregeling van onrechtmatige daad. Deze werd gecodificeerd in de (voorloper van) art. 6:194-196 BW. Ook de latere implementatie van de Richtlijn 2005/29 (OHP) vond plaats in het onrechtmatige daadsrecht, en wel in de art. 6:193a-j BW.

1 Zie de hoofdstukken 15 en 16.

2 Zie par. 2.2.

De beide richtlijnen dwingen niet tot implementatie in het onrechtmatige daadsrecht. Art. 4 Richtlijn MVR verplicht de lidstaten slechts tot het uitvoeren van wettelijke bepalingen op grond waarvan tegen misleidende reclame kan worden opgetreden door middel van een rechterlijk of administratief verbod of bevel tot staking. Een soortgelijke verplichting wordt de lidstaten opgelegd door art. 11 Richtlijn OHP. De wetgever had dan ook kunnen volstaan met het uitvoeren van een publiekrechtelijk verbod, zolang maar voorzien wordt in doelmatige handhaving van de richtlijn en effectieve rechtsbescherming van de consument. Implementatie als type van onrechtmatige daad is niet zonder meer vanzelfsprekend.³ Tijdens de mondelinge behandeling van het wetsontwerp OHP erkende minister Hirsch Ballin dat ook gekozen had kunnen worden voor implementatie ‘in het spoor van de bepalingen over dwaling en bedrog’.⁴ Op het focuspunt door de wetgever op het aansprakelijkheidsrecht bij implementatie van de Richtlijn OHP is in de literatuur kritiek geleverd. In bepaalde gevallen zou de consument met name baat hebben bij het terugdraaien van de transactie en zou schadevergoeding als enige remedie onvoldoende zijn.⁵ In hoeverre deze kanttekening opgaat voor de openbare kapitaalmarkt en transposeerbaar is op de belegger die is afgegaan op een misleidend prospectus, zal later aan de orde komen.⁶

De bepalingen van afdeling 6.1.10 BW (wettelijke verplichtingen tot schadevergoeding) zijn ten volle van toepassing op de aansprakelijkheid voor een misleidend prospectus. In deze afdeling wordt de inhoud en omvang van de verplichting tot schadevergoeding vorm gegeven. Onder meer de voor prospectusaansprakelijkheid belangrijke leerstukken van causaliteit (art. 6:98 BW) en eigen schuld (art. 6:101 BW) worden in afdeling 6.1.10 BW geregeld. De afdeling heeft betrekking op *alle* wettelijke verplichtingen tot schadevergoeding, waaronder niet alleen schadevergoeding wegens onrechtmatige daad, maar ook wegens wanprestatie.

Het aansprakelijkheidsrecht en het schadevergoedingsrecht worden veelal getypeerd aan de hand van hun doel, functie en beginselen. Een belangrijke doelstelling van het aansprakelijkheidsrecht is herstel van geleden schade.⁷ Daarbij gaat het om het bewerkstelligen van de situatie waarin de benadeelde zou hebben verkeerd als het schade toebrengende feit zich niet had voorgedaan. In de literatuur wordt het doel ook wel breder geformuleerd, te weten als de handhaving van aanspraken.⁸ Volgens deze zienswijze is de vordering tot schadevergoeding een belangrijk middel om dat doel te bereiken.

Spier e.a. wijzen erop dat van het aansprakelijkheidsrecht een preventieve werking kan uitgaan.⁹ Lindenbergh spreekt niet van preventie als doel, maar als gunstig neveneffect van schadevergoeding, omdat het schadevergoedingsrecht zelf niet op preventie, maar op herstel is gericht.¹⁰ Andere neveneffecten – soms ook aangeduid als doel of functie – van schadevergoeding die Lindenbergh in de

3 Aldus ten aanzien van de Richtlijn OHP Van Nispen in Groene Serie Onrechtmatige Daad, afd. 6.3.3A Inl., aant. 9.

4 Handelingen S-G II nr. 14 (17 oktober 2007), p. 937.

5 Zie bijv. Van Boom 2008, p. 12 met verwijzing naar De Vrey 2006, p. 72.

6 Zie hoofdstuk 16, waar in diverse paragrafen de mogelijkheid van vernietiging van effectentransacties wegens wilsgebreken wordt besproken.

7 Spier e.a. 2015, p. 7-8.

8 Lindenbergh 2008, p. 5.

9 Spier e.a. 2015, p. 8.

10 Lindenbergh 2008, p. 12.

literatuur signaleert zijn straf van de laedens, genoegdoening (in de zin van bevrediging van het geschokte rechtsgevoel) van de getroffene en ongedaanmaking van mogelijke verrijking aan de kant van de laedens.¹¹

In verband met doel en functie van het aansprakelijkheidsrecht besteden Spier e.a. ook aandacht aan de grondslag van civielrechtelijke aansprakelijkheid in het algemeen. In de eerste plaats is er de schuldleer, op grond waarvan schade alleen kan worden afgewenteld wanneer de ander iets te verwijten valt. Deze leer ligt mede besloten in de tekst van art. 6:162 lid 3 BW. Daarnaast dient onder bepaalde omstandigheden toegebrachte schade voor risico van de dader te komen (de risicoleer). Op de derde plaats noemen Spier e.a. de profijttheorie, gebaseerd op de gedachte dat degene die van bepaalde activiteiten, personen of zaken het profijt heeft ook de daaraan verbonden risico's moet dragen.¹² De profijttheorie lijkt alleen hanteerbaar te zijn in gevallen waarin de dader ook werkelijk profijt van zijn handelen heeft getrokken, hetgeen lang niet altijd het geval hoeft te zijn. Geen van de genoemde theorieën voorziet in een volledige verklaring voor de toerekening van schade aan de dader. Spier e.a. spreken van 'facetten van de billijkheid die om telkens uiteenlopende redenen een fundament onder de schadevergoedingsverplichting legt'.¹³

Als een centraal beginsel van het aansprakelijkheidsrecht wordt wel gezien, dat een ieder zijn eigen schade draagt.¹⁴ Voor afwenteling van schade op een ander moet volgens dit beginsel een goede reden bestaan. Hartkamp en Sieburgh wijzen erop dat het uitgangspunt 'ieder draagt zijn eigen schade' door sommigen wordt betwist als beginsel van aansprakelijkheid, en wel wegens het grote aantal uitzonderingen op de regel. Verdedigd wordt daarom wel, dat juist het tegenovergestelde beginsel geldt, te weten dat aan een ander toegebrachte schade door de dader moet worden vergoed. Waar het volgens Hartkamp en Sieburgh om gaat, is niet de vraag welke van deze beide gezichtspunten als uitgangspunt dient, maar hoe tussen beide een evenwicht kan worden gevonden aan de hand van de geldende maatschappelijke verhoudingen.¹⁵ De wetgever die iemand aansprakelijk houdt voor de door een ander geleden schade, wordt daarbij geleid door beleidsmatige overwegingen.¹⁶ Daarmee is in feite gezegd, dat de uiteindelijke vormgeving van het aansprakelijkheids- en schadevergoedingsrecht niet op tevoren vaststaande principes, maar op keuzes van beleidsmakers stoelt. Slaat in een bepaald geval de balans door naar afwenteling van de schade op een ander, dan zal de schade doorgaans volledig moeten worden vergoed. Volledige schadevergoeding kan als een beginsel van het schadevergoedingsrecht worden beschouwd.

Diverse elementen van bovenstaande typering van het aansprakelijkheidsrecht zijn van toepassing op de aansprakelijkheid voor een misleidend prospectus. Het zal de belegger die een actie instelt op de eerste plaats te doen zijn om herstel van

11 Lindenberg 2008, p. 12-15.

12 Spier e.a. 2015, p. 8-9.

13 Spier e.a. 2015, p. 9.

14 Lindenberg 2008, p. 5-6. Het beginsel wordt ook, maar meer relativerend, genoemd door Hartkamp en Sieburgh. Als rechtvaardiging noemen zij, dat veel schade 'behoort tot het risico dat verbonden is aan het leven van alledag', in het Duits fraai aangeduid als 'das allgemeine Lebensrisiko'. Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 20.

15 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 20.

16 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 28.

de door hem geleden koersschade (herstelfunctie). Deze wordt begroot door het werkelijke koersverloop te vergelijken met het hypothetische koersverloop. Onder dit laatste wordt verstaan het koersverloop zoals het zou zijn geweest wanneer de informatie in het prospectus geen misleidende elementen zou hebben bevat.

Van de mogelijkheid om aansprakelijk te worden gesteld voor schade als gevolg van een misleidend prospectus gaat in de kapitaalmarktpraktijk een preventieve werking uit. Er is partijen en hun adviseurs veel aan gelegen om met het prospectus *full disclosure* van de toestand van de uitgevende instelling en de effecten te bewerkstelligen en daarmee aansprakelijkheid te voorkomen. Adviseurs van de uitgevende instelling en de lead manager hebben veelal als motto: “Bij twijfel disclosen”. Uitspraken van de Nederlandse rechter in spraakmakende procedures over prospectusaansprakelijkheid hebben een sterk preventieve werking in latere transacties. Zo is naar aanleiding van het Coop-arrest van de Hoge Raad, waarin werd geoordeeld dat de lead manager onvoldoende heeft ‘doorgevraagd’ naar de financiële toestand van de uitgevende instelling, de aandacht voor adequaat due diligence onderzoek in de praktijk sterk toegenomen.¹⁷ Dit heeft zich onder meer geuit in uitvaardiging van het Reglement Procedure Beursnotering door (de voorganger van) Euronext Amsterdam in 1996. In dit reglement wordt aan de bank die een emissie met beursnotering begeleidt een due diligence verplichting opgelegd. Op grond van de resultaten daarvan moet de juistheid en volledigheid van het prospectus worden geverifieerd, zulks ter voorkoming van nieuwe gevallen van misleiding.¹⁸ Een ander voorbeeld van preventieve werking betreft de beursgang van World Online International NV in maart 2000. Het tekort aan informatie in het World Online-prospectus over recente aandelentransacties van de bestuursvoorzitter en de daarop gerichte acties van beleggers resulteerden in de praktijk onmiddellijk tot een sterke focus op dit onderwerp in het due diligence onderzoek voorafgaand aan beursintroducties.¹⁹ Deze nieuwe focus werd ook in dit geval bestendigd in nieuwe regelgeving van Euronext Amsterdam in de vorm van Mededeling 2000/167 houdende ‘Voorwaarden voor initial public offerings’. Deze verplichtte onder meer tot disclosure in het prospectus van alle transacties van bestuurders en commissarissen in aandelen van de uitgevende instelling in de twaalf maanden voorafgaand aan de beursgang. Zowel Coop als World Online heeft, elk op zijn eigen wijze, preventief ingewerkt op de kapitaalmarktpraktijk.

De functie van het aansprakelijkheidsrecht als middel voor de belegger om genoegdoening voor het geschokte rechtsgevoel te krijgen is in recentere tijden, na de kredietcrisis van 2008-2011, meer op de voorgrond komen te staan. Bestuurders en commissarissen van de uitgevende instelling, die in de World Online-procedure nog buiten schot bleven, worden soms persoonlijk verantwoordelijk gehouden voor de misleidende informatie en mede aansprakelijk gesteld. Een voorbeeld daarvan is de door een groep beleggers aanhangig gemaakte procedu-

17 HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade (Coop).

18 Het Reglement Procedure Beursnotering is per 1 juli 2005, de datum waarop de implementatiewetgeving van Prospectusrichtlijn 2003/71 van kracht werd, ingetrokken. Het prospectustoezicht ging op diezelfde datum over van Euronext Amsterdam naar de AFM.

19 De auteur heeft dit ondervonden in andere kapitaalmarkttransacties waarbij hij ten tijde van World Online als advocaat betrokken was.

re tegen Fortis en enkele van haar (voormalige) bestuurders, welke in eerste instantie overwegend in het voordeel van beleggers is beslecht.²⁰

6.3 Consumentenrecht

In 1980, toen met de voorloper van de art. 6:194-196 BW een wettelijke regeling inzake misleidende mededelingen werd ingevoerd,²¹ verschoot de prospectusaansprakelijkheid van kleur. Het leerstuk valt voortaan onder een meer algemene regeling inzake misleidende, op verkoop gerichte mededelingen welke deel uitmaakt van het consumentenrecht.²²

Rinkes omschrijft het consumentenrecht als het geheel van normen, regels en instrumenten dat de verwezenlijking op juridisch niveau vormt van verschillende initiatieven die betrekking hebben op het waarborgen of vermeerderen van de bescherming van consumenten op de economische markt.²³ In zijn bijdrage aan het Handboek Consumentenrecht en vervolgens in zijn preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht geeft Rinkes enkele algemene beschouwingen over het consumentenrecht en het begrip ‘consument’. De motor van de opkomst en ontwikkeling van het consumentenrecht vanaf de jaren 1970 is het Europese recht. De basis werd gelegd met het eerste (1975) en tweede (1981) Europese consumentenprogramma.²⁴ Met de herziening van het EG-Verdrag in 1992 door het Verdrag van Maastricht werd het Europese consumentenbeleid op verdragsniveau vastgelegd. Art. 169 VWEU²⁵ verheft thans ‘een hoog niveau van consumentenbescherming’ tot een van de beleidsdoelstellingen van de EU. Het uitvaardigen van regels ter bescherming van de consument draagt bij aan het verwezenlijken van deze doelstelling. De ratio van deze bescherming is voor een belangrijk deel gelegen in de notie dat de consument juridisch en economisch in een zwakke positie staat tegenover de professionele wederpartij.²⁶ De consument heeft daarom behoefte aan juridische regels die zijn positie versterken. Dergelijke regels vormen samen het consumentenrecht, dat zich in tal van sectoren manifesteert waaronder de financiële sector. Het gaat daarbij veelal om regels die in meerdere of mindere mate dwingend van aard zijn en die geen afwijking ten nadele van de consument toestaan. Daarom kan men volgens Rinkes het consumentenrecht als ‘de harde kern’ van het privaatrecht beschouwen. De belangrijkste doelstelling van het consumentenrecht is het voorzien in ‘ongelijkheidscompen-

20 Rb. Utrecht 15 februari 2012, JOR 2012/243 m.nt. J.H.M. Willems (Kortekaas c.s./Fortis c.s.). De actie van beleggers richt zich in deze procedure overigens niet op misleidende informatie in een prospectus, maar tijdens een voorlichtingsbijeenkomst en in interviews.

21 Zie par. 2.4 en 2.5.

22 Tot de invoering van de Wet OHP in 2008 kwam ook de consument-belegger een beroep toe op art. 6:194-196 BW.

23 Rinkes 2009, p. 382.

24 Een korte schets daarvan is hierboven gegeven in par. 2.3.

25 Deze bepaling stemt vrijwel geheel overeen met art. 153 VEG (oud).

26 Het uitgangspunt staat overigens in de literatuur ter discussie. Door de consument teveel te beschermen tegen zijn eigen onvermogen, wordt hij hierin bevestigd en blijft hij hulpbehoevend. Beter is het om consumentenbelangen te zien als een uitvloeisel van het *algemeen belang*. Zie Rinkes 2010, p. 146 met verwijzingen.

satie' voor de consument als zwakkere partij. Ook is het consumentenrecht sterk gericht op het verbeteren van de informatiepositie van de consument.²⁷

In vrijwel alle Europese regelingen op het gebied van het consumentenrecht wordt uitgegaan van een eenduidig begrip 'consument'.²⁸ De consument is een natuurlijke persoon die handelt voor doeleinden die niet zijn gelegen in de uitoefening van een beroep of bedrijf. Ook art. 2(a) Richtlijn OHP en de omzettingsebepaling in art. 6:193a lid 1(a) BW voorzien in een dergelijke definitie van het begrip 'consument'. Daarnaast komt men de consument in verschillende gedaanten tegen in een aantal specifieke bepalingen van het BW, zonder dat sprake is van eenduidige definiëring.²⁹

Het Europeesrechtelijke consumentbegrip bestaat dus uit twee bestanddelen: 1. natuurlijke persoon; 2. niet handelend in het kader van beroep of bedrijf. Als gevolg van het tweede bestanddeel is de definitie negatief geformuleerd. Het moet gaan om *niet*-beroepsmatige of bedrijfsmatige activiteiten. Beide bestanddelen roepen hun eigen vragen op. Beperking van het consumentbegrip tot natuurlijke personen leidt ertoe dat verenigingen, stichtingen, eenpersoonsvennootschappen en andere kleine rechtspersonen per definitie geen aanspraak kunnen maken op consumentenbescherming. De vraag is of dit terecht is, aangezien aanneemelijk is dat het gebrek aan deskundigheid in die groep nagenoeg even groot is als in de categorie natuurlijke personen.

Het tweede bestanddeel roept de vraag op of in geval van handelingen met een gemengd zakelijk en privé karakter sprake kan zijn van consumentenbescherming. Handelt een partij die op een dergelijke tweeledige basis een overeenkomst aangaat – bijv. een advocaat die een mobiele telefoon koopt waarmee hij zowel zakelijk als privé zal telefoneren – als consument? Het Europese Hof heeft voor deze kwestie (zij het niet met mathematische precisie) een handvat aangereikt in het Gruber arrest. Daarin is – kort gezegd – uitgemaakt dat een persoon die een overeenkomst voor 'gemengd' gebruik sluit zich slechts kan beroepen op de consumenten-beschermende bepalingen van het voormalige EEX-Verdrag, indien de overeenkomst dermate losstaat van zijn beroepsactiviteit, dat het verband marginaal wordt en daardoor in het licht van de totale overeenkomst slechts een onbetekenende rol speelt.³⁰ In de literatuur is wel verdedigd dat het zakelijk verband als 'onbetekenend' moet worden beschouwd als het minder dan 25% van de transactie betreft. Maar dit volgt niet uit de uitspraak van het Hof. Aangenomen wordt dat het arrest buiten het kader van het voormalige EEX-Verdrag en de EEX-Verordening ook relevant is voor het consumentbegrip in het materiële Europese privaatrecht.³¹ In de context van prospectusaansprake-

27 Zie voor het voorgaande meer uitgebreid Rinkes 2006, p. 33-34 en Rinkes 2010, p. 139-144. Waar Rinkes spreekt van het consumentenrecht als 'de harde kern' van het privaatrecht lijkt sprake te zijn van enige overdrijving. Het privaatrecht kent wel meer dwingendrechtelijke 'harde kernen' ter bescherming van de zwakkere partij, zoals daar zijn het arbeidsrecht en het huurrecht.

28 Loos 2005, p. 771 met verwijzing in noot 2 naar enkele consumentenrichtlijnen bij wijze van voorbeeld; Asser/Hartkamp 3-1* 2015 nr. 163.

29 Bijv. als 'reiziger' onder een reisovereenkomst in art. 7:500 lid 1(c) BW.

30 HvJEG 20 januari 2005, C-464/01, NJ 2006, 278 m.nt. P. Vlas (Gruber/Bay Wa AG), r.o. 39-41. Considerans 7 van Richtlijn 2011/83 inzake consumentenrechten (*PbEU* L 304/64) bepaalt dat in geval van een gemengde overeenkomst iemand als consument dient te worden aangemerkt, wanneer het handelsoogmerk zo beperkt is dat het binnen de globale context van de overeenkomst niet overheerst.

31 Loos 2005, p. 772.

lijkheid speelt het consumentbegrip met name een rol bij de Wet OHP, waarin het is gedefinieerd in art. 6:193a lid 1(a) BW.

6.4 Effectenrecht als wettelijk kader voor prospectusaansprakelijkheid?

Door Boll is betoogd dat de sinds 1980 geldende misleidende reclame regeling van de huidige art. 6:194-196 BW een ‘niet in alle opzichten adequaat kader’ vormt voor prospectusaansprakelijkheid. Naar de mening van Boll is te lichtvaardig besloten om de specifieke, op het prospectus toegesneden regeling van art. 1416a-d BW (oud) uit 1928 te laten vervallen.³² Boll pleit voor opname van een specifieke regeling van prospectusaansprakelijkheid in de effectenrechtelijke wetgeving, waarin onder meer ten gunste van de lead manager bepaalde uitzonderingen worden gemaakt op de omkering van de bewijslast van art. 6:195 lid 1 BW.³³ Een pleidooi van min of meer gelijke strekking bevat de dissertatie van Blom.³⁴ Sinds de inwerkingtreding van de Wet op het financieel toezicht in 2007 is de term ‘financieel toezichtrecht’ in zwang geraakt, waarvan het klassieke effectenrecht deel uitmaakt.

Veel EU-jurisdicties kennen een bijzondere regeling van prospectusaansprakelijkheid die deel uitmaakt van het effectenrecht. Een aantal andere jurisdicties valt terug op het algemene onrechtmatige daadsrecht. Nederland nam lange tijd, met het uitgangspunt dat het uitbrengen van een misleidend prospectus behalve een onrechtmatige daad ook een vorm van misleidende reclame is, een bijzondere positie in.³⁵ Is er iets voor te zeggen om de aansprakelijkheid voor een misleidend prospectus uit art. 6:193a/194 e.v. BW te lichten en specifiek te regelen in het effectenrecht?

Het effectenrecht wordt door Eisma en Schlingmann afgebakend als het geheel van regels dat de toegang tot en de organisatie van de effectenmarkten en het gedrag van de deelnemers op die markten als zodanig beheerst.³⁶ Grundmann-van de Krol karakteriseert het effectenrecht enger, te weten als de regels die marktverrichtingen met betrekking tot effecten in de ruime betekenis van dat begrip reguleren.³⁷ Deze typeringen maken meteen al duidelijk dat effectenrecht in hoge mate ‘marktrecht’ is. Het richt zich op het reguleren van (het toezicht op) de effectenmarkt. Daarbij gaat het telkens om het vinden van de juiste balans tussen twee polen: enerzijds marktordening en adequaat functioneren van de markt, anderzijds bescherming van de marktdeelnemers, te weten beleggers (en op andere

32 Blom & Boll 1995, p. 145.

33 Blom & Boll 1995, p. 198-202.

34 Blom 1996, p. 224-225. Op de bewijsrechtelijke aspecten van de art. 6:193a/194 e.v. BW zal uitvoerig worden ingegaan in hoofdstuk 11.

35 Aldus Hopt & Voigt 2005a, p. 44-45. De schrijvers noemen als jurisdicties met een bijzondere (‘spezialgesetzliche’) regeling van prospectusaansprakelijkheid: Duitsland, Engeland, Griekenland, Ierland, Oostenrijk en Portugal en buiten de EU Zwitserland en de VS. Jurisdicties die – zonder Nederland mee te rekenen – terugvallen op het onrechtmatige daadsrecht: België, Frankrijk, Luxemburg, Italië en Spanje. Zie ook het vergelijkende rapport van ESMA d.d. 30 mei 2013 inzake het regime van prospectusaansprakelijkheid in de EU-lidstaten (ESMA/2013/619 gepubliceerd op www.esma.europa.eu/databases-library).

36 Eisma & Schlingmann 2002, p. 542.

37 Grundmann-van de Krol 2012, p. 1.

markten ook spaarders).³⁸ Er zijn in de parlementaire geschiedenis van de Wft en zijn voorgangers en in de literatuur pogingen gedaan om de doelstellingen van het effecten- en financieel toezichtrecht meer in detail uiteen te splitsen,³⁹ maar de resultaten daarvan zijn vaak terug te voeren op de genoemde twee polen. Een meer recente typering van het financieel toezichtrecht wordt gegeven door Broekhuizen. Hij merkt op dat na de kredietcrisis van de jaren 2008-2011 het financieel toezicht(recht) in sterke mate is gericht op het bewaken van het publieke belang en financiële stabiliteit. Deze gerichtheid werkt in de alledaagse toezichtpraktijk door in het micro-prudentiële toezicht en het gedragstoezicht.⁴⁰

Het effectenrecht is grotendeels publiekrecht, geregeld in de Wft en lagere regelgeving. Door zijn gelaagdheid is het effectenrecht flexibel. Veel wijzigingen kunnen worden bewerkstelligd door aanpassing van lagere regelgeving, zonder dat een wet in formele zin nodig is. Op de effectenmarkt wordt toezicht uitgeoefend door twee publieke toezichthouders, te weten DNB voor wat betreft het prudentiële toezicht en de AFM voor wat betreft het gedragstoezicht.⁴¹ Een toezichthouder kan de bepalingen van de Wft met bestuursrechtelijke middelen handhaven, zoals het geven van een aanwijzing om een bepaalde gedragslijn te volgen (art. 1:75 Wft), het opleggen van een last onder dwangsom (art. 1:79 Wft) of van een bestuurlijke boete (art. 1:80 Wft). De bepalingen van de Awb zijn van toepassing op het uitoefenen van het toezicht. Tegen besluiten van de financiële toezichthouders staat een administratieve rechtsgang open bij de Rechtbank Rotterdam en het College van Beroep voor het bedrijfsleven (art. 1:110 Wft).

Overigens is de benaming ‘effectenrecht’ enigszins achterhaald. ‘Effectenrecht’ is meer en meer verdrongen door de term ‘financieel toezichtrecht’, zeker sinds de inwerkingtreding van de Wft per 1 januari 2007. Deze bredere term is sedertdien ook meer op zijn plaats. De Wft regelt immers, behalve het toezicht op de effectenmarkten, ook dat op markten van andere financiële instrumenten en producten, zoals geldmarktinstrumenten en beleggingsobjecten.⁴²

Na deze beknopte typering doet zich de vraag voor of het financiële toezichtrecht een geschikt wettelijk kader zou zijn voor een specifieke regeling van prospectusaansprakelijkheid, zoals destijds is bepleit door Boll en Blom.

Hartkamp en Sieburgh geven een (niet uitputtend) overzicht van de verschillende wettelijke verplichtingen tot schadevergoeding. Daaruit komt naar voren dat veruit de meeste gevallen van civielrechtelijke aansprakelijkheid en schadevergoeding zijn geregeld in het BW. Naast algemene bepalingen in Boek 6 BW zijn elders in het BW meer specifieke aansprakelijkheidsbepalingen te vinden.⁴³ Bepalingen van civielrechtelijke aansprakelijkheid buiten het BW zijn in het Nederlandse wettelijke systeem zeldzaam. Een voorbeeld van een dergelijke bepaling is art. 185 WvW (risico-aansprakelijkheid van de eigenaar of houder van

38 Zie Eisma en Schlingmann 2002, p. 542; Hijink 2010, p. 90-91 met verwijzingen naar de totstandkomingsgeschiedenis van de Wft. De twee polen van het effectenrecht komen ook tot uitdrukking in de typering van het gedragstoezicht door de AFM in art. 1:25 lid 1 Wft.

39 Bijvoorbeeld Grundmann-van de Krol 2012, p. 28-30; Boots, Eisma & Schoenmaker 2010, p. 9-12.

40 Zie Broekhuizen 2015.

41 Op basis van art. 1:24 respectievelijk 1:25 Wft, waar beide soorten toezicht worden getypeerd.

42 Voor de wettelijke definities van deze begrippen, zie art. 1:1 Wft.

43 Zie het overzicht van Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013, nr. 1-2. Aan de door hen genoemde gevallen zou ik de bestuurdersaansprakelijkheid van de art. 2:9, 2:138/248 en 2:139/249 BW willen toevoegen.

een motorrijtuig). Omdat afdeling 6.1.10 BW betrekking heeft op *alle* wettelijke verplichtingen tot schadevergoeding, is zij ook van toepassing op de aansprakelijkheid van art. 185 WVV.⁴⁴ Causaal verband en andere aspecten die de inhoud en omvang van de schadevergoedingsplicht bepalen worden dus ook in dit geval van bijzondere aansprakelijkheid beheerst door de algemene regels van het BW.

Het is interessant te constateren onder welke omstandigheden (de voorloper van) art. 185 WVV in 1924 werd ingevoerd. In de jaren 1900-1924 was sprake van een substantiële toename van het gemotoriseerde verkeer en daarmee van de hoeveelheid verkeersongevallen die tot civiele aansprakelijkheid leidden. De praktijk zag zich geconfronteerd met bijzondere vragen op het gebied van schuld, overmacht en bewijslast welke op basis van het toenmalige art. 1401 BW met onvoldoende voorspelbaarheid beantwoord konden worden. Omdat aanpassing van de algemene regeling van onrechtmatige daad naar verwachting teveel tijd zou kosten, is ervoor gekozen een bijzondere aansprakelijkheidsregeling in de WVV te treffen. Ekering drukt zijn instemming met deze keuze fraai uit:

'Het moge verwondering wekken, dat de burgerrechtelijke aansprakelijkheid voor ons onderwerp mede is omschreven en geregeld in bepalingen, welke buiten het Burgerlijk Wetboek liggen. Afgezien van de vraag of het een schone figuur is dat niet alle bepalingen van burgerlijk recht zijn samengevat in één Burgerlijk Wetboek, is het toch een toe te juichen gedachte dat in vele gevallen de wetgever, wanneer de omstandigheden zulks veroorzaakten, aanvullende – hetzij beperkende hetzij uitbreidende – bepalingen van burgerrechtelijken aard als wetsartikelen (zij het dan van speciale wetten) het staatsblad deed bereiken, en hij deze werkzaamheden niet liet stranden op de overweging, dat deze bepalingen als van burgerrechtelijken aard slechts in het Burgerlijk Wetboek een plaats verdienden, doch dat voor een dergelijke partiële aanvulling en herziening het moment niet geschikt was, en dat dus voorshands van een wettelijke regeling niets komen kon. Op deze wijze zouden zeer zelden aan de eischen van den tijd aangepaste en wegens de ontwikkeling der maatschappelijke verhoudingen noodzakelijke bepalingen tot wet worden verheven, en ongetwijfeld is het een voordeel, dat thans deze bepalingen tenminste als wetsartikel te vinden zijn, zij het dan in de verstrooiing.'⁴⁵

Vanaf de jaren 1980 is sprake geweest van versnelde ontwikkelingen op de effectenmarkten die tal van aansprakelijkheidsvragen opwerpen en van een niet aflattende stroom van (merendeels publiekrechtelijke) Europese regelgeving.⁴⁶ Het is wellicht een ongelukkig toeval te noemen dat in 1980, juist voordat deze ontwikkelingen een aanvang namen, de bijzondere regeling van de prospectusaansprakelijkheid door de Nederlandse wetgever is geschrapt. Door het tijdstip waarop dit plaatsvond heeft de wetgever de toegenomen intensiteit en maatschappelijke relevantie van het effectenverkeer bij zijn keuze niet in aanmerking kunnen nemen, zoals hij dat in 1924 ten aanzien van de toename van het gemotoriseerde

⁴⁴ Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 292.

⁴⁵ Ekering 1941, p. 3-4, waar hij ook de omstandigheden die de aanloop voor deze bijzondere wetgeving vormden beschrijft. Op p. 10 e.v. onderzoekt hij de verschillen tussen art. 1401 BW en (de voorloper van) art. 185 WVV. Overigens is sinds eind jaren 1990 sprake van aanpassing van de regeling van art. 185 WVV en overheveling ervan naar Boek 8 BW. Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 274. Waar het in deze echter om gaat is aan te geven, dat er niets op tegen is om snel op ontwikkelingen in te spelen door opname van een bijzondere civiele aansprakelijkheidsregeling in een overwegend publiekrechtelijke wet. Dat later een rechtssystematisch fraaier kader in het BW kan worden gecreëerd waarnaar de bijzondere regeling alsnog kan worden overgeheveld, doet daaraan niet af.

⁴⁶ Zie Grundmann-van de Krol 2012, p. 6 e.v.

verkeer heeft gedaan. Ware dit anders geweest dan is niet ondenkbaar dat, met de wetgevingssystematiek van het wegenverkeersrecht in het achterhoofd, een bijzondere regeling van civiele aansprakelijkheid voor het misleidende prospectus na 1980 stand zou hebben gehouden. Deze zou enkele jaren later in de ontluikende Nederlandse effectenwetgeving kunnen zijn geïntegreerd.⁴⁷

Het voorgaande leidt tot de volgende concluderende opmerkingen. De wetgever van 1980 heeft niet voor de keuze gestaan om het leerstuk van de prospectusaansprakelijkheid al dan niet in het effectenrecht onder te brengen, omdat (gecodificeerd) effectenrecht toentertijd in Nederland nog nauwelijks of niet bestond. Anders dan gold aan het begin van de twintigste eeuw ten aanzien van het opkomende gemotoriseerde verkeer, was er in 1980 (nog) geen sprake van versnelde ontwikkelingen op de effectenmarkten. Deze namen pas (kort) daarna een aanvang. De in 1980 ingevoerde misleidende reclame regeling omvat qua toepassingsbereik in beginsel mede de aansprakelijkheid voor een misleidend prospectus. Gelet op dit alles was er in 1980 weinig concrete aanleiding voor twijfel over de geschiktheid van deze nieuwe regeling als juridisch kader voor prospectusaansprakelijkheid. Een en ander neemt niet weg dat inpassing van prospectusaansprakelijkheid in de art. 6:193a/194 e.v. BW achteraf bezien op tamelijk willekeurige gronden heeft plaatsgevonden.⁴⁸

Resteert de vraag of de turbulente ontwikkelingen na 1980 op de effectenmarkten en de grote vlucht die het financiële toezichtrecht sindsdien heeft genomen, aanleiding vormen voor het alsnog opnemen van een bijzondere regeling van prospectusaansprakelijkheid in de Wft. Naar mijn mening is dit niet het geval. Uit de bovenstaande typering van het financiële toezichtrecht volgt, dat de voornaamste kenmerken daarvan zijn: (1) overwegend publiekrecht; (2) gelaagd en daardoor gemakkelijk aan te passen; (3) handhaving door toezichthouders met bestuursrechtelijke middelen. Prospectusaansprakelijkheid is civiel- en geen publiekrecht. Anders dan het financiële toezichtrecht, dat vaak werkt met een hoofdnorm en daarvan deel uitmakende sub- of deelnormen, leent prospectusaansprakelijkheid zich niet voor gelaagde regelgeving. Als voorbeeld noem ik de anti-misleidingsnorm, welke centraal staat bij prospectusaansprakelijkheid. Toepassing daarvan is zozeer verweven met de omstandigheden van het geval, dat het niet zinvol lijkt de norm met lagere regelgeving te verbijzonderen, bijv. door in een amvb vast te leggen dat in ieder geval sprake is van een misleidende omis-sie wanneer informatie inzake (a) bepaalde onderwerpen of (b) belangen boven een bepaald bedrag is weggelaten. Juist vanwege het zeer brede scala van situaties dat door de norm getroffen dient te kunnen worden, is wenselijk dat de norm flexibel blijft en een open karakter behoudt. Flexibiliteit is ook nodig bij beantwoording door de rechter van de vraag of in specifieke gevallen de dubbele bewijslastomkering van art. 6:193j/195 BW achterwege dient te blijven. Die flexibiliteit wordt door de huidige bepalingen, in combinatie met art. 150 Rv,

47 In 1986 trad als eerste Nederlandse wet die het effectenverkeer beoogde te regelen de Wet effectenhandel in werking. Voor een overzicht van de ontstaansgeschiedenis van het Nederlandse effectenrecht, zie Grundmann-van de Krol 2012, hoofdstuk 1, par. 2.

48 In par. 2.4 betoogde ik al dat het schrappen van de art. 1416a-d BW (oud) destijds wel zeer karig is gemotiveerd, in het bijzonder omdat twee belangrijke acties van de belegger (herstel in de oude toestand en mede-aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen van de uitgevende instelling) kwamen te vervallen.

geboden.⁴⁹ Tenslotte is voor de agerende belegger die zich bedient van prospectusaansprakelijkheid als instrument bij het zoeken van schadeverhaal bestuursrechtelijke handhaving niet relevant.

Dit alles bij elkaar genomen rechtvaardigt de conclusie dat een regeling van prospectusaansprakelijkheid in het Nederlandse financiële toezichtrecht een vreemde eend in de bijt zou zijn. Er is geen reden om in het geval van prospectusaansprakelijkheid af te wijken van de hoofdsystematiek van het Nederlandse recht, waarin de meeste gevallen van civielrechtelijke aansprakelijkheid zijn geregeld in het BW. Zelfs indien besloten zou worden prospectusaansprakelijkheid in het financiële toezichtrecht te regelen, dan nog zou men bij toepassing daarvan in hoge mate aangewezen blijven op civielrechtelijke concepten als causaal verband en eigen schuld, welke hun regeling in afdeling 6.1.10 BW vinden.

6.5 Het kader van art. 6:162 BW

In art. 6:162 lid 2 BV wordt de onrechtmatige daad ingedeeld in drie onrechtmatigheidscategorieën: (1) inbreuk op een recht, (2) een doen of nalaten in strijd met een wettelijke plicht of (3) met hetgeen volgens ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt. Tot welk van deze drie categorieën behoort het uitbrengen van een misleidend prospectus?

De Wet van 1980 vormt met de art. 1416a e.v. BW (oud) een aanvulling op en uitwerking van de algemene regeling van onrechtmatige daad. Het onrechtmatigheids criterium wordt door de bijzondere regeling geconcretiseerd, in de zin dat het openbaar maken van misleidende mededelingen onrechtmatig wordt verklaard. *Hartkamp en Sieburgh* merken op dat daarmee het openbaar maken van misleidende mededelingen onder de onrechtmatigheids categorie strijd met een wettelijke plicht is gebracht. In art. 6:194 BW ligt immers besloten dat de wet deze gedraging als ongeoorloofd bestempelt.⁵⁰ Hetzelfde geldt naar mijn mening voor de regeling van art. 6:193a e.v. BW inzake oneerlijke handelspraktijken.

Behalve op basis van de bijzondere regeling in het BW kan het uitbrengen van een misleidend prospectus conceptueel ook langs andere weg als strijd met een wettelijke plicht in de zin van art. 6:162 BW worden geconstrueerd. Wanneer het gaat om effecten die worden aangeboden aan het publiek dan wel worden toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt, is het uitbrengen van een door de AFM goedgekeurd prospectus verplicht op grond van art. 5:2 Wft. Het verplichte prospectus moet voldoen aan de algemene inhoudelijke norm van artikel 5:13 Wft, te weten dat het prospectus alle gegevens moet bevatten die van belang zijn voor het vormen van een verantwoord oordeel over het vermogen, de

49 Zie hierover meer uitgebreid par. 11.4. De bewijslastverdeling is zozeer afhankelijk van bijzondere omstandigheden dat, anders dan Boll betoogt (zie Blom & Boll 1995, p. 201), juist *geen* behoefte lijkt te bestaan aan codificatie in het effectenrecht van specifieke uitzonderingen op de dubbele bewijslastomkering.

50 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 315. Anders: Holzhauser 1994, p. 53, die stelt dat voor de toepassing van art. 6:194 e.v. BW een handelen in strijd met hetgeen in het maatschappelijk verkeer betaamt is vereist; Arons 2012, p. 74, die het handelen in strijd met ongeschreven regels van maatschappelijke betamelijkheid lijkt open te houden als separate route om tot prospectusaansprakelijkheid te komen. Dit komt mij voor als een onnodige omweg. De wet zelf voorziet al in de norm, een beroep op ongeschreven recht is dan niet noodzakelijk. Bovendien is schending van een wettelijke norm voor de belegger eenvoudiger te bewijzen dan schending van een ongeschreven zorgvuldigheidsnorm, zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 45.

financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van de uitgevende instelling. Daaronder worden mede begrepen de gegevens bedoeld in de Prospectusverordening. Gesteld zou kunnen worden dat de verplichting om alle in de Prospectusverordening bedoelde informatie in het prospectus op te nemen deel uitmaakt van de algemene norm van art. 5:13 Wft. Het weglaten van een deel van de door de Prospectusverordening vereiste informatie, voor zover daardoor het prospectus niet voldoet aan de algemene materialiteitsstandaard van art. 5:13 Wft, komt in die benadering neer op handelen in strijd met een wettelijke plicht. Het relativiteitsvereiste vormt daarbij geen barrière.⁵¹

Ook weegt het weglaten van (delen van) deze informatie mee bij beantwoording van de vraag of het prospectus misleidend is in de zin van art. 6:193c/194 BW. In het Boterenbrood/MeesPierson arrest heeft de Hoge Raad overwogen dat:

‘(...) bij de beantwoording van de vraag of het memorandum onvolledig of misleidend is, notwithstanding de in deze regelingen [i.e. de Wet en het Besluit effectenhandel, de voorlopers van de Wft en de Prospectusverordening; jpf] vervatte vereisten in aanmerking moeten worden genomen.’⁵²

Bevat de wettelijk vereiste prospectusinformatie materiële onjuistheden of onvolledigheden, dan is tevens sprake van handelen in strijd met de – uit art. 6:193a/194 BW resulterende – wettelijke plicht om geen misleidende mededelingen openbaar te maken dan wel misleidende handelspraktijken te verrichten. Met het uitdrukkelijk leggen van deze verbinding door de Hoge Raad in het Boterenbrood/MeesPierson arrest lijkt de eerdere observatie van *Timmerman* dat de regels voor de inhoud van het prospectus en de privaatrechtelijke aansprakelijkheidsregels voor een misleidend prospectus ‘min of meer gescheiden circuits’ vormen, te zijn achterhaald.⁵³ De Hoge Raad heeft de deur voor doorwerking van de publiekrechtelijke prospectusvereisten in het aansprakelijkheidsrecht nadrukkelijk opengezet. De Europese richtlijngever is tien jaar later gevolgd met het uitvaardigen van art. 7 lid 5 Richtlijn OHP, dat is geïmplementeerd in art. 6:193f BW. Onderdeel (e) van deze bepaling verwijst naar de inhoudelijke prospectusvereisten van art. 5:13 Wft. Een en ander wil nog niet zeggen dat er sprake is van samenvallende beide regimes. Het caveat van *Timmerman* dat het niet voldoen van het prospectus aan de inhoudelijke regels niet zonder meer betekent dat de lead manager aansprakelijk is op grond van onrechtmatige daad, blijft gelden.⁵⁴

Zoals hierboven werd opgemerkt, wordt het onrechtmatigheidscriterium door de in 1980 ingevoerde bijzondere regeling geconcretiseerd, in de zin dat het openbaar maken van misleidende mededelingen onrechtmatig wordt verklaard. In abstracto zal het voor de belegger doorgaans eenvoudiger zijn te bewijzen dat

51 In de parlementaire geschiedenis bij de Wft is opgemerkt dat waar iemand schade lijdt als gevolg van overtreding van de Wft, daarmee voldaan is aan het relativiteitsvereiste van art. 6:163 BW. Zie Grundmann-van de Krol 2012, p. 805-806 met verwijzing naar Kamerstukken II 2005-2006, 29 708, nr. 19, p. 393. Zie hierover nader par. 8.2.

52 HR 8 mei 1998, NJ 1998, 888 m.nt. J.M.M. Maeijer en D.W.F. Verkade (Boterenbrood c.s./MeesPierson), JOR 1998/110 m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol en C.J. Groffen, r.o. 3.9. De eerstgenoemde JOR-annotator spreekt van ‘reflexwerking’ die de Hoge Raad aan de effectenwetgeving toekent. Naar mijn smaak verdient het de voorkeur te spreken van (indirecte) doorwerking van het publiekrechtelijke effectenrecht in het privaatrechtelijke leerstuk van de onrechtmatige daad (zie par. 4.2).

53 Zie *Timmerman* 1996, p. 73-74.

54 *Timmerman* 1996, p. 73.

een bijzondere wettelijke norm is overtreden dan een algemene wettelijke norm of een ongeschreven zorgvuldigheidnorm. In het geval van een actie op grond van art. 6:193a/194 BW wordt hierop in zoverre afgedaan, dat de wetgever zich in de bijzondere regeling van de *open* norm ‘misleitend’ bedient. De concrete invulling daarvan zal door de belegger alsnog gesteld en – indien de hoofdregel van art. 150 Rv onverkort van toepassing zou zijn – bewezen moeten worden. De echte toegevoegde waarde zit hem voor de belegger dan ook niet zo zeer in de wettelijke verbijzondering van het onrechtmatigheids criterium, maar in de omkering van de bewijslast in art. 6:193j/195 BW. Teneinde het voordeel van deze bewijslastomkering niet te verliezen, zal de belegger er doorgaans niet voor kiezen om een van de genoemde alternatieve routes – i.e. schending van art. 5:13 Wft en/of de Prospectusverordening – te bewandelen. Er zijn echter situaties denkbaar waarin art. 6:193a/194 BW geen bescherming biedt en de belegger zijn vordering toch alternatief zal moeten funderen.⁵⁵

Vóór 1980 werd de onrechtmatigheid van misleidende reclame nog beoordeeld aan de hand van de ongeschreven zorgvuldigheidnorm. Dit bood de rechter de mogelijkheid om rekening te houden met alle omstandigheden van het geval. Sinds de invoering van de bijzondere regeling is zeker gesteld dat alle partijen die betrokken zijn bij de openbaarmaking van een misleidende mededeling onrechtmatig hebben gehandeld. Het staat de rechter niet vrij om bijv. te beslissen dat de adverteerder wel onrechtmatig heeft gehandeld en het medium niet.

6.6 Korte schets van de afdelingen 6.3.3A en 6.3.4 BW

6.6.1 *Afdeling 6.3.3A BW (oneerlijke handelspraktijken)*

Afdeling 6.3.3A BW vormt de implementatie van de Richtlijn OHP.⁵⁶ De uiterste implementatiedatum van de richtlijn was 12 juni 2007, maar de Nederlandse implementatiewet is pas op 15 oktober 2008 in werking getreden.⁵⁷ Doel van de richtlijn is het bijdragen aan een goede werking van de interne markt door het wegnemen van verschillen in regelgeving tussen de lidstaten alsmede het tot stand brengen van een hoog niveau van consumentenbescherming tegen oneerlijke handelspraktijken (art. 1).

Het toepassingsgebied van de richtlijn en de implementatiewet beperkt zich tot oneerlijke handelspraktijken van bedrijfsmatig optredende partijen jegens consumenten (Business-to-Consumer ofwel B2C). Op de afbakening van het toepassingsgebied van dat van de Richtlijn misleidende reclame en afdeling 6.3.4 BW zal hieronder uitvoeriger worden ingegaan.⁵⁸ Voorts strekt het toepassings-

55 Zie bijv. par. 10.5 waar door mij wordt verdedigd dat de belegger die volstaat met te stellen dat hij de effecten tegen een ‘onzuivere koers’ heeft verworven en (slechts) het teveel betaalde terugvordert – daarbij in het midden latend of hij al dan niet daadwerkelijk is misleid – geen beroep op de Wet OHP kan doen. Deze wet beoogt niet een ‘zuivere prijs-/koersvorming’ te bevorderen.

56 Richtlijn 2005/29/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 mei 2005 betreffende oneerlijke handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten op de interne markt en tot wijziging van de Richtlijnen 84/450/EEG, 97/7/EG, 98/27/EG en 2002/65/EG en van Verordening (EG) nr. 2006/2004 (*PbEU* 2005, L 149/22).

57 Wet van 25 september 2008, Stb. 2008, 397. De parlementaire geschiedenis is vervat in Kamerstukken 30 928.

58 Zie par. 6.8.

gebied zich uit tot handelspraktijken voor, gedurende en na een commerciële transactie (art. 3 lid 1). Desalniettemin laat de richtlijn het verbintenissenrecht, en in het bijzonder de regels inzake geldigheid, opstelling en rechtsgevolgen van overeenkomsten, onverlet (art. 3 lid 2).⁵⁹ In gevallen waarin de bepalingen van de richtlijn strijdig zijn met die van meer specifieke (bijv. sectorale) richtlijnen, prevaleren de laatstgenoemde (art. 3 lid 4).

De Richtlijn OHP gaat uit van maximum harmonisatie. Lidstaten moeten hun regelgeving qua bescherming van de consument op het niveau van de richtlijn afstemmen en mogen niet naar boven of beneden afwijken.⁶⁰ Verkade stelt vast dat de Nederlandse wetgever de richtlijn getrouw heeft geïmplementeerd.⁶¹ Volgens art. 3 lid 9 Richtlijn OHP geldt het beginsel van maximum harmonisatie o.m. niet voor financiële diensten in de zin van Richtlijn 2002/65/EG betreffende de verkoop op afstand van financiële diensten aan consumenten.⁶² Voor prospectusaansprakelijkheid is deze uitzondering niet van belang. Het prospectus ziet immers niet op de aanbieding van financiële diensten, maar van effecten. Deze kwalificeren als ‘goed’ (en niet als dienst), een subcategorie van het begrip ‘product’ zoals gedefinieerd in art. 2(c) Richtlijn OHP/art. 6:193a sub c BW. Ook onder de publiekrechtelijke financiële regelgeving kwalificeert de emissie zelf niet als een ‘financiële dienst’ zoals gedefinieerd in art. 1:1 Wft.⁶³

In navolging van de Richtlijn OHP volgt afdeling 6.3.3A BW een trapsgewijs systeem. Op het hoogste, meest abstracte niveau verklaart art. 6:193b lid 1 BW het verrichten van een oneerlijke handelspraktijk door een handelaar onrechtmatig jegens de consument. Van een oneerlijke handelspraktijk is sprake wanneer een handelaar (a) handelt in strijd met de vereisten van professionele toewijding en (b) het vermogen van de gemiddelde consument om een geïnformeerd besluit te nemen merkbaar is beperkt of kan worden beperkt. Daaraan wordt (c) een causaal element gekoppeld, door te bepalen dat een handelspraktijk pas oneerlijk is als *daardoor* de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen, dat hij anders niet had genomen (art. 6:193b lid 2 BW). Aldus wordt een materialiteitsdrempel ingebouwd: de handelspraktijk moet een zekere impact (kunnen) hebben op de consument.⁶⁴

Twee bijzondere categorieën van oneerlijke handelspraktijken zijn misleidende handelspraktijken en agressieve handelspraktijken. Voor prospectusaanspra-

59 In de Engelstalige versie van de richtlijn wordt gesproken van ‘contract law’. ‘Verbintenissenrecht’ is daarvan een te ruime, onnauwkeurige vertaling. Hoewel het overeenkomstenrecht onverlet wordt gelaten, wordt kruisbestuiving mogelijk geacht. Zie Van Boom 2008, p. 8-9, met verwijzing naar de parlementaire geschiedenis waar de verwachting wordt uitgesproken dat in een belangrijk deel van de gevallen waarin een oneerlijke handelspraktijk wordt vastgesteld, de consument de overeenkomst zal kunnen vernietigen op grond van dwaling of bedrog (Kamerstukken II 2006-2007, 30 928, nr. 8, p. 17 e.v.). In dezelfde zin Cherednychenko & Kuiper 2008, p. 338-339.

60 Het HvJEG leidt dit af uit considerans (5) en (6) jo. art. 4 Richtlijn OHP, dat bepaalt dat lidstaten geen beperkingen mogen opleggen aan het vrije verkeer van goederen of diensten om redenen die vallen binnen het door de richtlijn geharmoniseerde gebied. Zie HvJEG 23 april 2009, C-261/07 en C-299/07, NJ 2009, 373 m.nt. M.R. Mok (VTB/Total Belgium en Galatea/Sanoma Belgium).

61 Verkade 2016, p. 13.

62 *PbEG* 2002, L 271/16.

63 Wel kan aan beide ‘zijden’ van de emissie in de interne verhoudingen sprake zijn van het ‘verlenen van een beleggingsdienst’, een subcategorie van ‘financiële dienst’ volgens het definitie-apparaat van art. 1:1 Wft. De managers plaatsen de emissie (al dan niet met plaatsingsgarantie) voor de uitgevende instelling; de commissienair schrijft op de emissie in voor rekening van de particuliere belegger. Deze rechtverhoudingen omvatten echter niet de emissie/kooptransactie zelf.

64 Voor meer uitvoerige beschouwingen hierover, zie Pijls 2008.

kelijkheid is uitsluitend de eerste categorie van belang. Deze wordt geregeld in de art. 6:193c-g BW. De categorie misleidende handelspraktijken valt op haar beurt uiteen in het verstrekken van feitelijk onjuiste of (anderszins) misleidende informatie (art. 6:193c BW) en het weglaten van *essentiële* informatie waardoor sprake is van een misleidende omissie (art. 6:193d BW). In beide bepalingen wordt het eerder genoemde causale element uitdrukkelijk herhaald. Om door de regeling getroffen te worden moet een handelspraktijk tot *gevolg* hebben dat de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen dat hij anders niet had genomen (art. 6:193c lid 1/193d lid 2 en 3 BW). Dit causale element en het essentialiteitsvereiste van art. 6:193d lid 2 BW vormen beide materialiteitsdrempels waarmee kan worden voorkomen dat onbetekenende misleidingen en omissies in een oneerlijke handelspraktijk resulteren. Daardoor bevat art. 6:193d BW de facto een dubbele materialiteitsdrempel.⁶⁵

Art. 6:193f BW verklaart de informatie uit een aantal specifieke wetsbepalingen ‘in ieder geval essentieel’ in de zin van art. 6:193d lid 2 BW. Daaronder valt onder meer de prospectusinformatie bedoeld in art. 5:13 Wft. Volgens het in de vorige alinea geschetste systeem van de dubbele materialiteitsdrempel resulteert weglating van deze informatie slechts in een oneerlijke handelspraktijk, wanneer het gevolg is dat de consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen dat hij anders niet had genomen.⁶⁶

De eenvoudigste manier voor een consument om aan te tonen dat sprake is van een misleidende handelspraktijk, is door te stellen dat de handelaar zich schuldig heeft gemaakt aan een van de gedragingen van de catalogus waarin art. 6:193g BW voorziet (de zo geheten zwarte lijst; ik noem dit niveau 3). Deze catalogus is zozeer afgestemd op de afzet van diensten en fysieke producten, dat zij voor de plaatsing van effecten en dus ook voor prospectusaansprakelijkheid niet relevant is. De teleurgestelde consument-belegger zal derhalve moeten terugvallen op de meer algemene omschrijving van misleidende handelspraktijk in art. 6:193c BW respectievelijk de misleidende omissie in art. 6:193d BW (niveau 2). Zijn deze bepalingen *wel* van toepassing, maar volgt uit de daarin vervatte criteria dat de handelspraktijk *niet* als misleidend kan worden aangemerkt, dan staat vast dat de handelspraktijk niet oneerlijk is. Zijn deze bepalingen *niet* van toepassing, dan kan in laatste instantie worden teruggevallen op de algemene norm van art. 6:193b lid 2 BW (niveau 1).⁶⁷ Voor de consument-belegger die is afgegaan op misleidende prospectusinformatie zal dit laatste doorgaans niet no-

65 Zie hierover meer uitgebreid par. 5.5.3.

66 In dezelfde zin Geerts & Vollebregt 2009, p. 32-34.

67 Deze *bottom-up* systematiek volgt uit de MvT (Kamerstukken II 2006-2007, 30 928, nr. 3, p. 2) en wordt accuraat geparafraseerd door Pijls 2008, p. 343. Het in de parlementaire geschiedenis gemaakte onderscheid op niveau 2 tussen (1) *toepasselijkheid* van art. 6:193c-d BW (waarvan n.m.m. sprake is in geval van informatieverstrekking over een product) en (2) *kwalificatie* als oneerlijke handelspraktijk op basis van de *criteria* van art. 6:193c-d BW wordt – m.i. ten onrechte – achterwege gelaten bij het weergeven van de systematiek van afdeling 6.3.3A BW door Geerts & Vollebregt 2009, p. 18 en Verkade 2016, p. 26-27. Daarnaast merkt Verkade op dezelfde plaats op, dat het algemene criterium van art. 6:193b lid 2 BW (niveau 1) deels doorwerkt op niveau 2 en daar als het ware moet worden ingelezen. Dit volgt echter niet uit de tekst van wet of richtlijn noch uit de beschrijving van de *bottom-up* systematiek in de parlementaire geschiedenis. De art. 6:193c-d BW (niveau 2) bevatten m.i. een afgegrond normenstelsel, deels omdat het causale element ‘waardoor de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen, dat hij anders niet had genomen’ daarvan deel uitmaakt. Dit causale element wordt niet *ingelezen* vanuit art. 6:193b lid 2 BW (niveau 1), maar is een rechtstreeks gevolg van omzetting van de art. 6 en 7 Richtlijn OHP, de moederbepalingen van art. 6:193c-d BW. Er is sprake van gedeeltelijke samenvall van de algemene en de meer specifieke norm.

dig zijn. Mededelingen in het prospectus vormen immers informatieverstrekking over een ‘product’ (te weten effecten) en vallen als zodanig onder het toepassingsgebied van art. 6:193c/193d BW (niveau 2).

Art. 6:193c lid 1 BW geeft een opsomming van aspecten ten aanzien waarvan een handelspraktijk misleidend kan zijn. In het geval van misleidende prospectusinformatie zal de misleiding in veel gevallen aspect sub b (voornaamste kenmerken inclusief risico’s van het effect, waaronder ik tevens de kenmerken van de uitgevende instelling versta) betreffen. Het belang van de aspectenlijst van art. 6:193c lid 1 BW is hoe dan ook beperkt, aangezien de lijst blijkens de aanhef van het artikel niet limitatief is.

Naast de rechtszekerheid die wordt gecreëerd door de uitvoerige uiteenzetting van het begrip oneerlijke handelspraktijk in afdeling 6.6.3A BW, wordt de positie van de consument-belegger eveneens versterkt door een bijzondere bewijsregeling. Daarin voorziet art. 12 Richtlijn OHP, dat is geïmplementeerd in art. 6:193j BW. Lid 1 van laatstgenoemde bepaling plaatst de consument-belegger in het processuele debat met de uitgevende instelling en de lead manager in een zodanige positie, dat hij slechts gemotiveerd hoeft te stellen dat de aan hem verstrekte informatie onjuist of onvolledig is. De bewijslast van het tegendeel rust vervolgens op de uitgevende instelling en de lead manager.⁶⁸ Art. 6:193j lid 2 BW versterkt de positie van de consument-belegger verder door de bewijslast ten aanzien van de toerekenbaarheid om te keren, overigens zonder dat de richtlijn dit voorschrijft.⁶⁹

6.6.2 Afdeling 6.3.4 BW (misleidende reclame)

De art. 1416a-c BW (oud), de voorlopers van de huidige art. 6:194-196 (afdeling 6.3.4) BW, zijn ingevoerd bij Wet van 6 juni 1980, die in werking is getreden op 14 juli 1980.⁷⁰ Met de invoering van de art. 1416a-c BW (oud) was op voorhand voldaan aan de vereisten van Richtlijn 84/450 inzake misleidende reclame.⁷¹ Tijdens het wetgevingsproces is op die richtlijn, die toen in de maak was, vooruitgelopen. De richtlijn heeft in Nederland dan ook niet tot nieuwe wetgeving geleid. Ten tijde van invoering van het nieuwe BW op 1 januari 1992 zijn de art. 1416a-c BW (oud), met twee immateriële wijzigingen, omgenummerd tot de art. 6:194-196 BW.⁷²

Aanvankelijk was het toepassingsgebied van Richtlijn 84/450 en afdeling 6.3.4 BW inzake misleidende reclame universeel, in de zin dat op een ieder gerichte misleidende reclame eronder viel. Sinds invoering van de Richtlijn OHP en de implementatie daarvan in afdeling 6.3.3A BW in 2008, is het toepassings-

68 Aldus uitdrukkelijk Kamerstukken II 2006-2007, 30 928, nr. 8, p. 19.

69 Zie hierover, en over de bewijsregeling in haar geheel, in extenso hoofdstuk 11.

70 Wet van 6 juni 1980 houdende regelen omtrent de privaatrechtelijke bescherming tegen misleidende reclame (Stb. 1980, 304), inwerkingtreding 14 juli 1980.

71 Richtlijn 84/450/EEG van de Raad van 10 september 1984 betreffende het nader tot elkaar brengen van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen der Lidstaten inzake misleidende reclame (*PbEG* 1984 L 250/17). De richtlijn is, inclusief de wijzigingen die hij in de loop der jaren heeft ondergaan, opgenomen in Consoliderichtlijn 2006/114/EG inzake misleidende en vergelijkende reclame (*PbEU* 2006, L 376/21). Dit heeft tot een herschikking van bepalingen en tot enkele redactionele, niet-inhoudelijke aanpassingen geleid. In art. 10 Consoliderichtlijn wordt de oorspronkelijke Richtlijn 84/450 ingetrokken.

72 De wetgeschiedenis wordt uitvoeriger besproken in par. 2.4. Zie voor de genoemde twee immateriële wijzigingen bij invoering van het nieuwe BW: Groene Serie Onrechtmatige Daad, afd. 6.3.4 Inl., aant. 2 (C.J.J.C. van Nispen).

gebied van de misleidende reclameregeling beperkt tot mededelingen gericht op handelaren (Business-to-Business of B2B). Afdeling 6.3.3A BW bestrijkt sindsdien de handelspraktijken (waaronder reclame) gericht op consumenten (B2C).⁷³

Richtlijn 84/450 gaat uit van minimum harmonisatie door in art. 7 expliciet te bepalen dat het de lidstaten vrijstaat voorschriften te handhaven of aan te nemen met het oog op een verdergaande bescherming tegen misleidende reclame. Bovendien is het inhoudelijke gehalte van de richtlijn niet hoog. In essentie geeft de richtlijn een definitie van de begrippen reclame en misleidende reclame (art. 2), worden de lidstaten verplicht wettelijke bepalingen in te voeren op grond waarvan in rechte of voor een administratieve instantie tegen misleidende reclame kan worden opgetreden (art. 4) en wordt voorzien in een bijzondere bewijsregeling (art. 6). Door dit alles wordt de lidstaten de nodige vrijheid gelaten.

De Nederlandse wetgever heeft ervoor gekozen om de materie van misleidende reclame te regelen als species van onrechtmatige daad. Art. 6:194 BW, de kernbepaling van de regeling, concretiseert het onrechtmatigheidsvereiste door te bepalen dat het (laten) openbaar maken van misleidende mededelingen omtrent goederen of diensten die in de uitoefening van een beroep of bedrijf worden aangeboden, onrechtmatig is. Art. 6:194a BW voorziet in een bijzondere regeling voor vergelijkende reclame. Art. 6:195 BW geeft bijzondere bewijsregels. Art. 6:196 BW regelt de mogelijkheid voor belanghebbenden om een rechterlijk verbod of rectificatie van misleidende dan wel vergelijkende mededelingen te vorderen. Verkade is van mening dat afdeling 6.3.4 BW – welke als ‘ex ante’ implementatie van de richtlijn kan worden gezien – overeenkomt met de standaard voor minimum harmonisatie en daar niet bovenuit gaat.⁷⁴

Art. 2 sub (a) en (b) van de richtlijn⁷⁵ geeft definities van ‘reclame’ en ‘misleidende reclame’:

Artikel 2

In deze richtlijn wordt verstaan onder:

- a) ‘reclame’: iedere mededeling bij de uitoefening van een commerciële, industriële of ambachtelijke activiteit of van een vrij beroep ter bevordering van de afzet van goederen of diensten, met inbegrip van onroerende goederen, rechten en verplichtingen;
- b) ‘misleidende reclame’: elke vorm van reclame die op enigerlei wijze, daaronder begrepen haar opmaak, de personen tot wie zij zich richt of die zij bereikt, misleidt of kan misleiden en die door haar misleidende karakter hun economische gedrag kan beïnvloeden, of die om die redenen een concurrent schade toebrengt of kan toebrengen;
- c) (...)

Hoewel het hier twee kernbegrippen betreft, zijn deze geen van beide als zodanig (anticiperend) in art. 6:194 BW opgenomen. Art. 6:194 BW werkt niet met een definitie-apparaat. Wel is de door de richtlijn gegeven definitie van ‘reclame’ als het ware versleuteld in de aanhef van de bepaling. Maar het begrip ‘reclame’ zelf wordt in de bepaling in het geheel niet gebezigd. In plaats daarvan wordt gebruik gemaakt van de meer kleurloze term ‘mededeling’, het kernelement van de richt-

⁷³ Op de afbakening van het toepassingsgebied van de afdelingen 6.3.3A en 6.3.4 BW wordt in par. 6.8.1 ingegaan.

⁷⁴ Verkade 2011, p. 2.

⁷⁵ Tekst van Consolidatierichtlijn 2006/114/EG.

lijndefinitie. Ook het feit dat het moet gaan om mededelingen met een afzet bevorderend karakter volgt niet rechtstreeks uit de tekst van art. 6:194 BW. De bepaling spreekt in neutralere termen van mededelingen ‘omtrent goederen of diensten die (...) worden aangeboden’. In de parlementaire geschiedenis wordt hierover opgemerkt:

‘In de praktijk zal het veelal gaan om mededelingen die de bedoeling hebben de afzet van de aangeboden goederen of diensten te bevorderen. Het artikel eist evenwel niet het bewijs van een dergelijke bedoeling, dat in de regel moeilijk te leveren zou zijn.’⁷⁶

Op deze manier wordt de wettelijke regeling zo algemeen mogelijk gehouden. Een en ander neemt naar mijn mening niet weg dat het afzetbevorderende karakter van de betreffende mededelingen op verschillende gronden in art. 6:194 BW moet worden ingelezen. Op de eerste plaats noopt richtlijnconforme interpretatie hiertoe. Voorts vermeldt de parlementaire geschiedenis bij het later ingevoerde art. 6:194a BW inzake vergelijkende reclame – onder verwijzing naar art. 2 lid 1 Richtlijn 84/450 – expliciet, dat deze bepaling betrekking heeft op ‘een wervend aanbod, gericht tot een publiek’.⁷⁷ Er is geen reden om aan te nemen dat het vereiste van een wervend karakter wel zou gelden voor vergelijkende mededelingen bedoeld in artikel 6:194a BW en niet voor misleidende mededelingen bedoeld in art. 6:194 BW. Tenslotte wijst ook de beoogde parallellie met de in 2008 bij de Wet OHP ingevoerde afdeling 6.3.3A BW erop, dat art. 6:194 BW betrekking heeft op mededelingen met een afzetbevorderend karakter. De definitie van ‘handelspraktijk’ in art. 6:193a lid 1 sub d BW vereist immers een ‘rechtstreeks verband (...) met de verkoopbevordering, verkoop of levering van een product aan een consument’.

Door *Maris en Boele* zijn vraagtekens gezet bij de kwalificatie van het prospectus als ‘reclamemiddel’ in de zin van Richtlijn 84/450. Daarbij wordt door hen aangevoerd (1) dat reclame zich niet verhoudt met de prospectusplicht die in veel gevallen geldt op grond van het publiekrecht; (2) dat wervende taal in het prospectus doorgaans ontbreekt; en (3) dat het prospectus vaak expliciet vermeldt dat het niet beoogt beleggers tot het nemen van effecten te bewegen.⁷⁸ Deze overwegingen hebben – althans in de Nederlandse rechtspraak en doctrine – er niet toe geleid dat het prospectus buiten het bereik van art. 6:194 BW blijft. Het prospectus kan immers civielrechtelijk worden geduid als een uitnodiging van de uitgevende instelling of de lead manager aan de belegger tot het doen van een aanbod tot koop.⁷⁹ Daarmee lijkt te zijn voldaan aan het vereiste van art. 6:194 BW dat de betreffende mededelingen moeten zijn gedaan ‘omtrent goederen of diensten die (...) worden aangeboden’. Het al dan niet bezigen van wervende taal is geen vereiste van Richtlijn 84/450 of art. 6:194 BW en is daarom voor de kwalificatie van het prospectus niet van belang.⁸⁰

Het hierboven weergegeven art. 2 sub (b) van de richtlijn voorziet in een definitie van ‘misleidende reclame’. Deze maakt allereerst duidelijk dat bepalend is

76 Kamerstukken II 1975-1976, 13 611, nr. 3, p. 9.

77 Kamerstukken II 2000-2001, 27 619, nr. 3, p. 12.

78 Maris & Boele 1994, p. 142.

79 Zie hierna par. 15.5.

80 In dezelfde zin Jansen/Schreuder & Verhagen 2003, p. 10-11.

voor de vraag of een mededeling al dan niet misleidend is, de wijze waarop ‘de personen tot wie zij zich richt of die zij bereikt’ de mededeling opvatten. Het opleidingsniveau, de kennis en de ervaring van de geadresseerden van de mededeling spelen derhalve een belangrijke rol. Voor wat betreft de geadresseerden wordt veelal onderscheiden tussen mededelingen die gericht zijn tot het (gemiddelde) publiek dan wel tot een beperkte, mogelijk gespecialiseerde kring van personen. Naast de *gerichtheid* van de mededeling is blijkens de richtlijndefinitie ook het daadwerkelijke *bereik* ervan relevant. In het huidige tijdperk van internet en andere vormen van (massa)communicatie die voor een ieder toegankelijk zijn, wordt het steeds moeilijker te stellen dat een bepaalde mededeling slechts een beperkte kring personen ‘bereikt’. Prospectussen worden, zeker sinds de implementatie van de Prospectusrichtlijn per 1 juli 2005, doorgaans op het internet gepubliceerd.⁸¹

Ook op een ander belangrijk punt geeft de definitie van misleidende reclame in art. 2 sub b van de richtlijn een richting aan. Een mededeling is niet alleen misleidend wanneer de geadresseerde er daadwerkelijk door *wordt* misleid, maar ook indien hij er door *kan* worden misleid. Potentiële misleiding is volgens de richtlijn dus ook misleiding.

Spijtig is het te noemen, dat de Nederlandse wetgever zich niet heeft gewaagd aan een nadere invulling van ‘misleiding’ of ‘misleidende reclame’, waarvoor de richtlijn op bovenstaande twee belangrijke punten een nuttige aanzet levert. De justitiabelen moeten het doen met enkele opmerkingen dienaangaande in de MvT en MvA. Op dit gebrek aan duidelijkheid inzake de invulling van het voor de regeling cruciale misleidingsbegrip is vanuit de Tweede Kamer dan ook kritiek geuit. In de MvA is hierop slechts oppervlakkig gereageerd, hoofdzakelijk door te verwijzen naar het oordeel van de rechter.⁸² Na totstandkoming van de richtlijn is het misleidingsbegrip in de jurisprudentie tot op zekere hoogte uitgekristalliseerd.⁸³

In art. 6 van Richtlijn 84/450, dat geïmplementeerd is in art. 6:195 lid 1 BW, wordt de basis gelegd voor omkering van de bewijslast ten aanzien van de materiele juistheid van de feitelijke gegevens vervat in een (reclame)mededeling. Het tweede lid van art. 6:195 BW keert ook de bewijslast inzake de toerekenbaarheid om ten gunste van de agerende belegger, zulks zonder dat Richtlijn 84/450 hier toe verplicht.⁸⁴

Art. 4 lid 2 van Richtlijn 84/450⁸⁵ verplicht de lidstaten om hun rechterlijke of administratieve instanties de bevoegdheid te verlenen om te bevelen dat misleidende reclame wordt gestaakt of voorafgaand aan publicatie wordt verboden, ook zonder dat sprake is van daadwerkelijke schade. Bovendien moet een bevel tot rectificatie kunnen worden gegeven.⁸⁶ Deze bepalingen zijn omgezet in art. 6:196 BW. Voor het misleidende prospectus is de mogelijkheid van een verbod en/of rectificatie van weinig belang. Een verbod *voorafgaand* aan publicatie

81 Sinds de implementatie van de Eerste Wijzigingsrichtlijn Prospectus per 1 juli 2012 (Wet van 10 mei 2012, Stb. 2012, 219) verplicht art. 5:21 lid 3 Wft zelfs in *alle* gevallen tot plaatsing van het prospectus op een website.

82 Zie de MvA bij de Wet van 1980, Kamerstukken II 1978-1979, 13 611, nr. 6, p. 21.

83 Zie hoofdstuk 7 voor een uitgebreide behandeling van het misleidingsbegrip.

84 In hoofdstuk 12 wordt de bewijsregeling van art. 6:195 BW in samenhang met die van art. 6:193j BW uitvoerig besproken.

85 Art. 5 lid 3 Consolidatierichtlijn 2006/114.

86 Art. 5 lid 4 Consolidatierichtlijn 2006/114.

is doorgaans niet aan de orde, omdat het prospectus op vertrouwelijke basis wordt opgesteld. Belanghebbenden beschikken daardoor niet over de benodigde informatie voor het vorderen van een verbod.⁸⁷ Komen *na* publicatie van het prospectus misleidende mededelingen aan het licht, dan heeft de belegger bij rectificatie daarvan doorgaans geen baat meer. Het kwaad (koersschade) is dan al geschied. Aan art. 6:196 BW zal dan ook in dit boek geen verdere aandacht worden besteed.

6.7 Afdelingen 6.3.3A /6.3.4 BW vs. art. 6:162 BW

6.7.1 *Lex specialis derogat legi generali?*

Uit de parlementaire geschiedenis bij de Wet van 1980 blijkt dat art. 1416a BW (oud), het huidige art. 6:194 BW, een aanvullend karakter heeft ten opzichte van bestaande wettelijke regelingen waarmee misleidende reclame eveneens kan worden bestreden. De bedoeling van de wetgever was, om met de Wet van 1980 een regeling te creëren op grond waarvan doeltreffender tegen misleidende reclame kan worden opgetreden en om de daarmee verband houdende civielrechtelijke aansprakelijkheid nader te regelen. Daartoe wordt het onrechtmatigheids criterium nader ingevuld en de bewijslast inzake het misleidende karakter van de mededeling en de toerekenbaarheid omgekeerd ten gunste van de consument/eiser. Op geen enkele wijze blijkt dat het de wetgever erom te doen was om de consument rechten onder bestaande regelingen te ontnemen. Als een van die regelingen wordt art. 1401 BW (oud) uitdrukkelijk genoemd.⁸⁸

In het World Online-arrest van de Hoge Raad wordt misleiding in de zin van art. 6:194 BW als een species van onrechtmatige daad gekwalificeerd. Uit het arrest blijkt – en door *A-G* Timmerman is in zijn conclusie bij het arrest uitdrukkelijk gesteld – dat misleiding, behalve op art. 6:194 BW, ook op art. 6:162 BW kan worden gegrond.⁸⁹ De parlementaire geschiedenis en het World Online-arrest bij elkaar genomen, betekent dit dat sprake is van een speciesregeling die *niet* aan de algemene regeling van art. 6:162 BW derogeert. Met andere woorden, de bijzondere regeling is *niet* exclusief.⁹⁰ Aangenomen moet worden dat hetzelfde geldt voor afdeling 6.3.3A BW, in 2008 ingevoerd bij de Wet OHP. In de parlementaire geschiedenis bij die wet wordt opgemerkt dat wordt aangesloten bij de systematiek zoals die nu geldt voor misleidende en vergelijkende reclame.⁹¹ Acties uitsluitend op basis van art. 6:162 BW zijn derhalve in beginsel mogelijk, maar liggen niet in de rede in gevallen waarin gebruik kan worden gemaakt van de bewijslastomkering van de bijzondere regeling.

87 Ook de goedkeuringsprocedure bij de AFM van art. 5:9 en 5:9a Wft vindt in vertrouwelijkheid plaats, zonder dat derden inzage hebben in de opeenvolgende concepten van het prospectus die aan de AFM ter goedkeuring worden voorgelegd. Bij buitenlandse toezichthouders kan de procedure zich overigens (deels) in de openbaarheid afspelen, zoals bij de SEC in de Verenigde Staten. Zie Loss & Seligman 2004, p. 148.

88 Kamerstukken II 1975-1976, 13 611, nr. 3, p. 3-6.

89 Zie r.o. 4.9.4 van het arrest en conclusie *A-G* Timmerman sub 4.7.3.4 en 7.1.3.

90 Aldus eveneens specifiek over de misleidende reclameregeling Brunner 1984, p. 35. Meer in het algemeen wijst Houben 2007, p. 27-31, erop dat een bijzondere regeling niet per definitie exclusief werkt ten opzichte van de algemene regeling en dat het adagium *lex specialis derogat legi generali* te grof is om bruikbaar te zijn. In dezelfde zin Brunner 1984, p. 14-16; Boukema 1992, p. 10-11.

91 Kamerstukken II 2006-2007, 30 928, nr. 3, p. 5.

In aanvulling op het voorgaande kan worden opgemerkt dat de regels van het processuele debat de belegger niet dwingen tot het maken van een expliciete keuze tussen art. 6:162 BW en art. 6:193a/194 e.v. BW als grondslag voor zijn vordering. De belegger kan volstaan met het stellen van voldoende feiten waaruit blijkt (1) dat sprake is van misleidende mededelingen in het prospectus en (2) voor wat betreft de belegger die geen consument is, dat de inhoud en inkleding van die mededelingen geheel of ten dele door gedaagde(n) is bepaald. Hij hoeft art. 6:162 of 6:193a/194 BW niet uitdrukkelijk in te roepen.⁹² Voldoet de belegger aan deze stelplicht en ontkent de gedaagde niet dat hij ‘bepaler’ is geweest van inhoud en inkleding, dan rust de bewijslast ten aanzien van de juistheid en volledigheid van de mededelingen en de toerekenbaarheid ex art. 6:193j/195 BW op gedaagde.⁹³ Wanneer de belegger zich, in aanvulling op zijn feitelijke stellingen, niet op enig wetsartikel of slechts op art. 6:162 BW zou beroepen, dient de rechter desalniettemin de bijzondere regeling van de afdelingen 6.3.3A/6.3.4 BW toe te passen (aannemende dat de hiertoe benodigde feiten, zoals hiervoor omschreven, door de belegger zijn gesteld). De rechter is immers ex art. 25 Rv verplicht tot het ambtshalve aanvullen van rechtsgronden. De toepassing van een niet door partijen ingeroepen wetsbepaling is daarvan een schoolvoorbeeld.⁹⁴ Nog afgezien van de verplichting van de rechter tot ambtshalve aanvulling van rechtsgronden, vormt art. 6:193j/195 BW voor de rechter een bijzondere regel van bewijslastverdeling die hij uit hoofde van art. 150 Rv moet toepassen. Op deze wijze komt via art. 25 Rv en het bewijsrecht aan de bijzondere regeling de facto toch een bepaalde mate van exclusiviteit ten opzichte van art. 6:162 BW toe, in de zin dat toepassing van de bijzondere regeling zich in veel gevallen zal opdringen.

Heeft, in het licht van het voorgaande, de algemene regeling van art. 6:162 BW naast de speciesregeling van de afdelingen 6.3.3A/6.3.4 BW in de praktijk enige zelfstandige betekenis voor prospectusaangelegenheden? Er is immers voor de agerende belegger geen enkele reden om niet, waar mogelijk, een beroep te doen op de voor hem aanzienlijk gunstiger regeling van de afdelingen 6.3.3A/6.3.4 BW.⁹⁵ In enkele situaties behoudt de algemene regeling van art. 6:162 BW toch haar betekenis in prospectusgerelateerde aangelegenheden. Het betreft dan vorderingen van beleggers tegen partijen die niet als ‘verrichter’ van een ‘handelspraktijk’ in de zin van art. 6:193a-b BW dan wel als ‘openbaar-maker’ in de zin van art. 6:194 BW kunnen worden beschouwd. Een belangrijk

92 Het vereiste van art. 111 lid 2 sub d Rv dat de dagvaarding ‘de eis en de gronden daarvan’ moet vermelden duidt vooral op de verplichting tot het stellen van voldoende *feiten*, zie Groene Serie Burgerlijke Rechtsvordering, art. 111 Rv., aant. 7.2 (T.F.E. Tjong Tjin Tai).

93 Tenzij dit onredelijk zou zijn, zie de uitzonderingsmogelijkheid waarin art. 150 Rv voorziet. In dat geval kan de wettelijke bewijslastomkering door de rechter worden teruggedraaid. In een geschil tussen enerzijds particuliere of kleine bedrijfsmatige beleggers en anderzijds de uitgevende instelling en de lead manager is een voorbeeld daarvan moeilijk denkbaar.

94 Groene Serie Burgerlijke Rechtsvordering, art. 25, aant. 2 (E.M. Wesseling-van Gent). Als uitzondering wordt genoemd het geval waarin de eiser zijn vordering *uitsluitend* beoordeeld wenst te zien op basis van één bepaalde rechtsverhouding. Dit laat wellicht ruimte voor de belegger om art. 6:162 BW *exclusief*, met uitdrukkelijke uitsluiting van de bijzondere regeling, aan zijn vordering ten grondslag te leggen, zonder dat de rechter ambtshalve kan aanvullen. Een situatie waarin dat mogelijk aan de orde is met het oog op de inkleding van de vordering tot schadevergoeding van de belegger, wordt behandeld in par. 10.5.

95 Tot 1980 gold nog dat de belegger alsnog zijn toevlucht kon nemen tot een actie op basis van art. 1401 BW (oud), wanneer de verjaringstermijn waarin art. 1416d BW (oud) van de Wet van 1928 voorzag (i.e. zes maanden na het bekend worden van de misleiding), was verstreken. De algemene regeling van onrechtmatige daad had alleen al daarom zelfstandige betekenis. Deze verjaringstermijn is met de Wet van 1980 komen te vervallen.

voorbeeld daarvan vormen bestuurders en commissarissen van de uitgevende instelling, althans voor zover zij niet extern optreden en zelf de belegger benaderen door bijvoorbeeld het geven van een interview. Hun aansprakelijkheid is afgeleid van die van de uitgevende instelling (secundair ouderschap).⁹⁶ In deze categorie vallen mogelijk ook partijen die een rol spelen bij de voorbereiding van het prospectus en daaraan een inhoudelijke bijdrage leveren zonder dat zij betrokken zijn bij verspreiding, publicatie of andere vormen van publieksbejegening. Deze partijen zijn in feite geen openbaarmakers, maar wel inhoudsbepalers.⁹⁷ Elders in deze studie wordt meer uitvoerig aandacht besteed aan de te maken afwegingen wanneer wordt overwogen om terug te vallen op de algemene regeling van art. 6:162 BW.⁹⁸

Openbaarmakers van misleidende prospectusinformatie die *niet* de inhoud en inkleding van het prospectus (mede) hebben bepaald kunnen wel uit hoofde van art. 6:194 BW worden aangesproken, maar tegen hen geldt niet de dubbele bewijslastomkering van art. 6:195 BW. Uitgevende instelling en lead manager, de twee belangrijkste openbaarmakers, zijn doorgaans wel bepalend geweest voor de inhoud en inkleding van het prospectus. Tegen hen werkt de bewijslastomkering dus meestal wel. Een voorbeeld van een partij die wel als openbaarmaker maar niet als inhoudsbepaler geldt, is de listing agent die zich welbewust van enige inhoudelijke bemoeienis met het prospectus onthoudt.

Handelaren die wensen op te treden tegen mededelingen in een prospectus die weliswaar niet misleidend zijn, maar wel aanhaken bij of afbreuk doen aan hun reputatie, kunnen niet ageren op basis van art. 6:194 BW. Het misleidende karakter van de mededeling is van die bepaling immers een constitutief element. Zij zullen derhalve hun toevlucht moeten nemen tot een actie op grond van art. 6:162 BW.⁹⁹ Aanhakende en afbrekende prospectusmededelingen die op zichzelf niet misleidend zijn vallen buiten het bestek van deze studie.

6.7.2 Samenloop? Reflexwerking?

Zoals al eerder werd opgemerkt, bevestigt de parlementaire geschiedenis dat artikel 1416a BW (oud) een concretisering vormt van de algemene norm van artikel 1401 BW (oud). De bepaling stelt buiten twijfel dat het doen of laten doen van een misleidende mededeling onrechtmatig is. Daarbij worden de overige vereisten voor het verkrijgen van schadevergoeding uit onrechtmatige daad onverlet gelaten (zijnde, afgezien van relativiteit: schuld, schade en causaal verband tussen daad en schade). Deze elementen zullen dan ook in een procedure onder de bijzondere regeling van de afdelingen 6.3.3A/6.3.4 BW gesteld en bij tegenspraak bewezen moeten worden, een en ander behoudens de bewijslastom-

96 De positie van bestuurders van de uitgevende instelling wordt uitvoerig behandeld in hoofdstuk 14.

97 In par. 13.6 passeren diverse bij een emissie betrokken partijen de revue en wordt ten aanzien van ieder van hen de vraag behandeld of zij al dan niet openbaarmakers of verrichters van een handelspraktijk zijn.

98 Zie par. 13.5.

99 Een voorbeeld van een dergelijke procedure is Rb. Groningen (Voorzieningenrechter) 24 april 2009, JOR 2009/195 m.nt. K. Frielink (Hanzevast/Fairstar). Hanzevast vordert rectificatie van een door Fairstar uitgegeven aandelenprospectus, waarin zij ervan wordt beticht te hebben samengespannen met een derde bij het instellen van een (niet valide) vordering tot schadevergoeding tegen Fairstar. De in het prospectus gestelde feiten zijn juist, maar de daaraan verbonden conclusie (intentie tot samenspanning) wordt als defamerend ervaren.

kering ten aanzien van het misleidende karakter van de mededelingen en de toerekenbaarheid.¹⁰⁰

Het feit dat ook in het kader van de bijzondere regeling alle elementen van onrechtmatige daad gesteld en bewezen moeten worden volgt niet alleen uit de parlementaire geschiedenis, maar ook uit de tekst van de bijzondere regeling zelf. Art. 6:193j lid 2 en 6:195 lid 2 BW vereisen voor aansprakelijkheid immers *schaade* ontstaan als *gevolg* van het onrechtmatig handelen (*'dientengevolge'*) en vestigen een wettelijk vermoeden van *toerekenbaarheid* aan de kant van de bepaler, dat door hem kan worden weerlegd. Aldus voorziet afdeling 6.3.3A/6.3.4 BW zelf in een complete aansprakelijkheidsregeling die in geval van misleidende verkoopmededelingen samenloopt met art. 6:162 BW.¹⁰¹ Ik acht het minder juist te spreken van het 'inlezen' in afdeling 6.3.3A/6.3.4 BW van de bestanddelen van onrechtmatige daad, bijv. door analoge toepassing of reflexwerking van art. 6:162 BW. Voor wat betreft de bestanddelen van onrechtmatige daad is de bijzondere regeling *selfsupporting*.

In omgekeerde richting is in de parlementaire geschiedenis wel gesproken van mogelijke beïnvloeding van de algemene regeling van onrechtmatige daad door de speciesregeling. Tijdens de mondelinge behandeling in de Tweede Kamer merkte minister De Ruiter op:

'... dat het ook heel goed kan zijn dat op zijn beurt artikel 1416a een zekere betekenis heeft voor de toepassing van artikel 1401 op *vergelijkbare gebieden waar zich parallelle vraagstellingen voordoen* [curs. jpf]. De heer Van Dis heeft gesproken over het uitstralingseffect [m.i. op te vatten als *reflexwerking*; jpf]. Naar mijn mening is dat wel mogelijk. Theoretisch is het in ieder geval mogelijk. Zo gauw zich een geval in de praktijk voordoet waarin een advocaat kans ziet om aan artikel 1416a een argument te ontleen voor de toepassing van artikel 1401, dan zal hij dat zeker niet nalaten. Wij zullen dan zien dat deze zaken nauw met elkaar in verband staan. Hoe dat precies zal gaan is uit de aard der zaak nog niet precies te voorspellen, bij gebrek aan casuïstiek.'¹⁰²

Zou de minister met 'vergelijkbare gebieden waar zich parallelle vraagstellingen voordoen' kunnen doelen op situaties waarin wel sprake is van misleidende mededelingen, maar welke technisch gesproken buiten het toepassingsgebied van artikel 1416a BW vallen? Dat kan bijv. het geval zijn wanneer de mededelingen (1) geen verkoop bevorderend karakter hebben of (2) de gedaagde geen openbaarmaker in de zin van art. 6:194 BW of verrichter van een handelspraktijk in de zin van art. 6:193b BW is. In die situaties moet worden teruggevallen op art. 6:162 BW. Er is dan geen sprake van samenloop van de algemene en de bijzondere regeling op het feitencomplex. Het ontbreken van samenloop is geen

¹⁰⁰ In die zin uitdrukkelijk Kamerstukken II 1978-1979, 13 611, nr. 6, p. 18.

¹⁰¹ Samenloop houdt in dat meerdere regels, of rechtsgronden voor een vorderingsrecht of verweer, in beginsel naast elkaar van toepassing zijn op één en hetzelfde feitencomplex. De hoofdregel is dan, dat beide regels naast elkaar van toepassing zijn (cumulatie) en dat de keuze aan de eiser is (alternativiteit), tenzij de ene regel de andere verdringt (exclusiviteit). Zie Bakels 2009, par. 1.1 en 9.1; Houben 2007, p. 25-27. Hierboven (par. 6.7.1) is betoogd dat in de verhouding van art. 6:162 BW tot art. 6:193a/194 BW keuzevrijheid/alternativiteit volgens de parlementaire geschiedenis en het World Online-arrest van de Hoge Raad weliswaar het uitgangspunt vormt, maar dat via art. 25 Rv (ambtshalve aanvullen van rechtsgronden) en art. 150 Rv (bijzondere regel van bewijslastverdeling) in de praktijk *de facto* sprake zal zijn van een zekere mate van exclusiviteit van de bijzondere regeling.

¹⁰² Handelingen S-G II 20 september 1979, p. 66.

reden om reflexwerking op voorhand uit te sluiten.¹⁰³ Een en ander doet binnen het kader van de kapitaalmarkt de vraag rijzen of reflexwerking van afdeling 6.3.3A/6.3.4 BW op art. 6:162 BW denkbaar is bij het vaststellen van (1) aansprakelijkheid van de uitgevende instelling jegens beleggers in de secundaire markt voor misleidende doorlopende of ad hoc informatie in tijden waarin in het geheel geen effecten worden geëmitteerd en er geen prospectus wordt uitgegeven, zodat geen sprake is van (directe) verkoopbevordering,¹⁰⁴ en (2) aansprakelijkheid voor prospectusinformatie van niet-openbaarmakers en niet-verrichters van een handelspraktijk, zoals bestuurders en commissarissen van de uitgevende instelling.¹⁰⁵

In gevallen waarin moet worden teruggevallen op de algemene regeling van art. 6:162 BW, bijv. wanneer de aangesproken partij technisch gezien geen openbaarmaker van de informatie is, doet zich de vraag voor welke norm is overschreden. Kan de gedaagde partij niet worden aangesproken op het doen van misleidende mededelingen of het verrichten van een misleidende handelspraktijk in technische zin, dan zal de eiser het al snel moeten zoeken in overtreding van een ongeschreven zorgvuldigheidsnorm.

6.8 Afdeling 6.3.3A BW vs. afdeling 6.3.4 BW

6.8.1 Toepassingsgebied en beschermingsomvang

Het bepalen van de verhouding tussen de afdelingen 6.3.3A en 6.3.4 BW komt in de eerste plaats neer op het beantwoorden van de vraag wie daarop onder welke voorwaarden een beroep kan doen. In het kader van deze afbakeningsvraag is door *Geerts en Vollebregt* het verhelderende onderscheid gemaakt tussen enerzijds het toepassingsgebied en anderzijds de beschermingsomvang van de beide afdelingen en de onderliggende Europese richtlijnen.¹⁰⁶ Van dit onderscheid wordt in het onderstaande eveneens uitgegaan. Bij de afbakening van het *toepassingsgebied* gaat het om de vraag welke handelingen of mededelingen door de betreffende regeling worden getroffen. Bij het bepalen van de *beschermingsomvang* speelt de vraag aan welke partijen de betreffende regeling bescherming biedt. Laatstgenoemd aspect raakt aan het relativiteitsvereiste waaraan moet zijn voldaan, wil de belegger aanspraken aan de regeling kunnen ontleen. Op het relativiteitsvereiste wordt in een later hoofdstuk ingegaan,¹⁰⁷ maar enkele opmerkingen in het kader van deze paragraaf zijn onvermijdelijk teneinde de afbakeningskwestie niet al te zeer te laten verbrokkelen.

103 Vergelijk Houben 2007, p. 40-42; Boukema 1992, p. 19. Zij reserveren het begrip 'reflexwerking' voor rechtsregels waarvan het toepassingsgebied in het geheel *niet* samenvalt. A fortiori moet onderlinge beïnvloeding van rechtsregels waarvan het toepassingsgebied deels *wel* samenvalt – zoals de art. 6:162 en 193a/194 BW – naar mijn mening ook mogelijk worden geacht. Of men dergelijke beïnvloeding wil benoemen als 'reflexwerking', 'uitstralingseffect', 'analoge toepassing' of nog weer anders, is een kwestie van terminologie.

104 Aansprakelijkheid voor dergelijke mededelingen buiten het prospectus wordt behandeld in par. 12.2.

105 De positie van bestuurders van de uitgevende instelling komt aan de orde in hoofdstuk 14.

106 Geerts & Vollebregt 2009, p. 5.

107 Zie hoofdstuk 8.

Toepassingsgebied

Op grond van art. 3 is de Richtlijn OHP van toepassing op oneerlijke handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten, ofwel handelspraktijken van ‘business-to-consumer’ (B2C). Het toepassingsgebied van de richtlijn wordt dus in hoge mate bepaald door de invulling van het begrip ‘handelspraktijk’. Onder ‘handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten’ verstaat de richtlijn (art. 2 sub d):

‘iedere handeling, omissie, gedraging, voorstelling van zaken of commerciële communicatie, met inbegrip van reclame en marketing, van een handelaar, die rechtstreeks verband houdt met de verkoopbevordering, verkoop of levering van een product¹⁰⁸ aan consumenten’.¹⁰⁹

De definitie van ‘handelspraktijk’ in art. 6:193a lid 1 sub d BW is gelijkkluidend. Het uitbrengen van een prospectus aan particuliere beleggers in het kader van een aanbieding van effecten kwalificeert onder deze definitie als handelspraktijk. Het prospectus is immers een ‘commerciële communicatie’ die rechtstreeks verband houdt met de verkoop en levering (plaatsing) van een product (effecten). Wordt het prospectus uitgebracht aan beleggers die handelen in de uitoefening van een beroep of bedrijf (door de Richtlijn OHP betiteld als ‘handelaren’), dan kan niet gesproken worden van een B2C-relatie en daarmee ook niet van een handelspraktijk in de zin van de Richtlijn OHP. Wel kan in dat geval worden gesproken van misleidende reclame in de zin van Richtlijn 84/450. Misleidende mededelingen in het kader van dergelijke ‘business-to-business’ (B2B) relaties vallen dan ook onder het toepassingsgebied van afdeling 6.3.4 BW, dat bij invoering van de Wet OHP blijkens de parlementaire geschiedenis tot dergelijke mededelingen is beperkt:

‘Wijziging artikel 194 (beperking afdeling misleidende en vergelijkende reclame tot bedrijven onderling)

Dit artikel beperkt de reikwijdte van Afdeling 4 (misleidende en vergelijkende reclame) tot handelspraktijken tussen bedrijven onderling. De vraag of de consument is misleid door reclame zal na inwerkingtreding van deze wet moeten worden beoordeeld op basis van de nieuwe afdeling 3a (oneerlijke handelspraktijken).¹¹⁰

De *gerichtheid* van de mededeling – te weten tot een consument dan wel tot een handelaar – is dus bepalend voor de vraag of deze onder het toepassingsgebied van afdeling 6.3.3A dan wel 6.3.4 BW valt.

108 ‘Product’ wordt door de Richtlijn OHP in art. 2 sub c gedefinieerd als ‘een goed of dienst, met inbegrip van onroerend goed, rechten en verplichtingen’. Effecten kwalificeren als ‘goed’.

109 De definitie van ‘consumer’ in de Engelstalige versie van de Richtlijn OHP luidt: ‘any natural person who, in commercial practices covered by this Directive, is acting for purposes which are outside his trade, business, craft or profession’. De Nederlandse vertaling geeft de volgende definitie van ‘consument’: ‘een natuurlijke persoon die die handelspraktijken verricht die onder deze richtlijn vallen en die buiten zijn bedrijfs- of beroepsactiviteit vallen’. Deze vertaling wekt ongelukkigergwijs de indruk dat de consument de handelspraktijk *verricht*, terwijl blijkens de Engelstalige versie slechts tot uitdrukking dient te worden gebracht dat de consument, als het ware ‘aan de andere kant’ van de handelspraktijk dan de handelaar, bij die praktijk *betrokken* is.

110 Kamerstukken II 2006-2007, 30 928, nr. 3, p. 18.

Beschermingsomvang (relativiteit)

Naast de dimensie van het materiële toepassingsgebied, die de vraag betreft op welke handelingen (in casu: misleidende mededelingen) de betreffende regeling van toepassing is, kan de dimensie van de beschermingsomvang worden onderscheiden: van wie worden de belangen onder de regeling beschermd, zodat hij daarop in rechte een beroep kan doen? In termen van het onrechtmatige daadsrecht betreft het hier het aspect van de relativiteit. Op dit punt heeft een expliciete afstemming plaatsgevonden tussen Richtlijn 84/450 inzake misleidende reclame en de Richtlijn OHP. Art. 14 sub 1 Richtlijn OHP beperkt de beschermingsomvang van Richtlijn 84/450 tot de kring van ‘handelaren’. Consumenten, waaronder ook de particuliere belegger, worden derhalve niet langer door Richtlijn 84/450 beschermd, maar kunnen voortaan uitsluitend nog een beroep doen op de Richtlijn OHP.

Zo is er op het eerste gezicht sprake van een duidelijke afbakening van de afdelingen 6.3.3A en 6.3.4 BW, zowel qua toepassingsgebied als qua beschermingsomvang. Enige onduidelijkheid is echter ontstaan naar aanleiding van een ongelukkige passage in de parlementaire geschiedenis van de Wet OHP:

‘Op grond van de richtlijn misleidende en vergelijkende reclame (84/450/EEG) waren zowel handelaren als consumenten beschermd tegen misleidende reclame. Na implementatie van de richtlijn oneerlijke handelspraktijken beschermt de richtlijn misleidende en vergelijkende reclame alleen handelaren tegen misleidende reclame (...). Consumenten kunnen bij misleidende reclame bescherming ontleen aan de nieuwe afdeling 3a (oneerlijke handelspraktijken) in plaats van afdeling 4 (misleidende en vergelijkende reclame). Overigens, een onderneming kan een beroep doen op afdeling 4 ongeacht de doelgroep van de reclame (ondernemingen, consumenten of beide).’¹¹¹

Deze passage wekt de indruk dat de beide afdelingen weliswaar qua *beschermingsomvang* van elkaar zijn gescheiden in handelaren en consumenten, maar – zie de laatste volzin – dat het *toepassingsgebied* van afdeling 6.3.4 BW nog steeds zowel B2B- als B2C-mededelingen omvat.¹¹² De passage heeft geleid tot een controverse in de literatuur. Enerzijds stelt *Van Nispen*, met verwijzing naar de gewraakte passage, dat voor de *toepasselijkheid* van afdeling 6.3.4 BW niet ter zake doet of de handelspraktijken gericht zijn op consumenten of op ondernemingen.¹¹³ Ten aanzien van de *beschermingsomvang* betoogt hij:

Art. 6:194 BW e.v. beschermen thans alleen concurrenten tegen de ongeoorloofde voorsprong die de bedrijfs- of beroepsgenoot zich poogt te verschaffen door het publiek onjuist voor te lichten omtrent zijn product.¹¹⁴

111 Kamerstukken II 2006-2007, 30 928, nr. 8, p. 5.

112 Wel moet worden erkend dat de wetgever enigszins op dit spoor is gezet door toedoen van de Europese richtlijngever zelf. Deze heeft immers bij invoering van de Richtlijn OHP uitsluitend de *beschermingsomvang* van art. 1 Richtlijn 84/450 beperkt tot handelaren (zie art. 14 lid 1 Richtlijn OHP) en – m.i. ten onrechte – nagelaten in de definitie van ‘(misleidende) reclame’ in art. 2 Richtlijn 84/450, die bepalend is voor het *toepassingsgebied* van de richtlijn, de gerichtheid van de reclame in gelijke zin te beperken.

113 Groene Serie Onrechtmatige Daad, art. 6:194 BW, aant. 2.1 (C.J.J.C. van Nispen).

114 Groene Serie Onrechtmatige Daad, art. 6:194 BW, aant. 2.2. (C.J.J.C. van Nispen).

Verkade neemt op beide punten een tegenovergesteld standpunt in. Hij beschouwt de gewraakte passage uit de parlementaire geschiedenis als een ‘slip of de pen’. Hij verwijst daartoe naar de hierboven¹¹⁵ weergegeven passage uit de MvT bij de Wet OHP, waaruit duidelijk volgt dat het *toepassingsgebied* van art. 6:194 BW voortaan wél is beperkt tot B2B-mededelingen. Voor wat betreft de *beschermingsomvang* gaat de zienswijze van Van Nispen, dat voortaan uitsluitend nog concurrenten door art. 6:194 BW worden beschermd, mank op het feit dat daarmee de bescherming van handelaren als geadresseerden van misleidende reclame (de handelaar als klant) tussen wal en schip valt. Noch afdeling 6.3.3A noch afdeling 6.3.4 BW zou daarop van toepassing zijn.¹¹⁶

De argumenten van Verkade komen mij voldoende overtuigend voor om de zienswijze van Van Nispen op beide punten te verwerpen. Art. 6:194 BW moet dan ook uitsluitend *van toepassing* worden geacht op misleidende mededelingen gericht op de ondernemer/handelaar, ondanks de verwarring die hierover is gezaaid in de parlementaire geschiedenis. Voor wat betreft de *beschermingsomvang* kunnen handelaren tot wie de misleidende reclame zich richt – i.e. de handelaar als klant – een beroep doen op art. 6:194 BW.¹¹⁷

Tenslotte is er de categorie van de concurrent-handelaar die wil optreden tegen een andere handelaar die zichzelf door middel van misleidende reclame een voorsprong op de markt tracht te verschaffen. Voor zover het daarbij gaat om misleidende reclame gericht op consumenten, kan de handelaar ageren op basis van afdeling 6.3.3A BW. Dit volgt uit considerans (8) en art. 11 lid 1 Richtlijn OHP, die met zoveel woorden in een ‘Schutznorm’ ten behoeve van concurrenten voorzien.¹¹⁸ Betreft het misleidende reclame gericht op handelaren, dan zou naar mijn mening de concurrent moeten kunnen ageren op basis van art. 6:194 BW.¹¹⁹ Art. 5 lid 1 Consolidatierichtlijn 2006/114 inzake misleidende en vergelijkende reclame bevat hiervoor – in aanvulling op art. 1 van die richtlijn – een Schutznorm:

Artikel 5 lid 1

De lidstaten zorgen voor de invoering van passende en doeltreffende middelen ter bestrijding van misleidende reclame en voor de naleving van de bepalingen inzake vergelijkende reclame in het belang van handelaren *en concurrenten* [curs. jpf].

Met het voorgaande is op Europees en nationaal niveau een herindeling van het speelveld tot stand gekomen, dat schematisch als volgt kan worden weergegeven:

115 Zie tekst bij noot 109.

116 Aldus Verkade 2011, p. 7-8.

117 Naast Verkade zijn ook Geerts & Vollebregt 2009, p. 5-6 deze mening toegedaan. Voor een overzicht van de verdeeldheid in de literatuur, zie Verkade 2011, p. 11.

118 Evenzo Verkade 2011, p. 10; Geerts & Vollebregt 2009, p. 8.

119 In die zin eveneens Geerts & Vollebregt 2009, p. 56.

	Toepassingsgebied (welke handelingen/ mededelingen)	Beschermingsomvang (relativiteit)
Richtlijn 2005/29 OHP art. 6:193 a-j BW (max. harm.)	handelaar → consument (B2C)	1. consument 2. handelaar als concurrent
Richtlijn 84/450 MVR art. 6:194-196 BW (min. harm.)	handelaar → handelaar (B2B)	1. handelaar als klant 2. handelaar als concurrent

6.8.2 Reflexwerking

Het misleidingsbegrip in consumentenzaken is door het Europese Hof in het Gut Springenheide-arrest ingevuld door aan te knopen bij 'de vermoedelijke verwachting van een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone consument'.¹²⁰ Door de Hoge Raad is dit criterium in het World Online-arrest onder het voorheen ook voor consumenten geldende regime van art. 6:194 BW geprojecteerd op de particuliere belegger.¹²¹ De Hoge Raad heeft daarbij overwogen dat een en ander onder de op 15 oktober 2008 in werking getreden bepalingen van de Wet OHP niet wezenlijk anders zal zijn.¹²² Uit het voorgaande volgt, dat voor particuliere beleggers het misleidingscriterium van art. 6:193a BW e.v. moet worden afgestemd op de vermoedelijke verwachting van de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger. Vanaf 15 oktober 2008 moet het misleidingsbegrip van art. 6:194 BW worden afgestemd op het kennis- en ervaringsniveau van handelaren.¹²³ Een handelaar zal doorgaans minder snel misleiden dan de gemiddelde consument-belegger. Het gevolg is, dat het beschermingsniveau van afdeling 6.3.3A BW hoger ligt dan dat van afdeling 6.3.4 BW. Daarnaast bevat afdeling 6.3.3A BW een zwarte lijst van onder alle omstandigheden misleidende handelspraktijken (art. 6:193g BW), welke in afdeling 6.3.4 BW ontbreekt.¹²⁴

Is reflexwerking denkbaar tussen de afdelingen 6.3.3A en 6.3.4 BW, waardoor ongewenste verschillen in uitwerking kunnen worden voorkomen? Het hogere beschermingsniveau van afdeling 6.3.3A BW is door de Europese richtlijngever verplicht opgelegd, want de Richtlijn OHP gaat uit van maximum harmonisatie.¹²⁵ Versoepeling van het beschermingsniveau voor consumenten

120 HvJEG 16 juli 1998, C-210/96, NJ 2000, 374, m.nt. D.W.F. Verkade bij NJ 2000, 375 (Gut Springenheide), r.o. 37 en dictum.

121 HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (World Online), r.o. 4.10.3.

122 World Online arrest, r.o. 4.10.2.

123 Dit niveau kan overigens per categorie verschillen, al naar gelang de mate van professionaliteit, specialisatie en ervaring. Verkade spreekt van 'verschillende B2B- en B2C-maatlieden'. Zie het door hem uitgewerkte voorbeeld in Verkade 2011, p. 14-15.

124 Op specifieke verschillen tussen de afdelingen 6.3.3A en 6.3.4 BW zal in deel II van deze studie onderwerpsgevoel worden ingegaan. Deze paragraaf neemt daarop een voorschot.

125 Zie par. 6.6.1.

door reflexwerking vanuit afdeling 6.3.4 BW is daarom in beginsel niet denkbaar.¹²⁶ Andersom is reflexwerking vanuit afdeling 6.3.3A op afdeling 6.3.4 BW wel goed denkbaar. Afdeling 6.3.4 BW is immers gebaseerd op het minimum harmonisatieniveau van Richtlijn 84/450. Met name ten aanzien van de kleine handelaar, wiens niveau van kennis en ervaring in de praktijk nauwelijks zal verschillen van dat van de consument, ligt een pleidooi voor een gelijk beschermingsniveau aan dat van de consument voor de hand.¹²⁷ Voor wat betreft bescherming van de kleine handelaar komt de doelstelling van afdeling 6.3.4 BW overeen met die van afdeling 6.3.3A BW: in beide gevallen gaat het om bescherming van de niet-deskundige, onervaren koper tegen misleiding. De beschermingsprentie van de wettelijke bepalingen kan een belangrijke basis zijn voor reflexwerking.¹²⁸

126 Verkade 2011, p. 15 acht een dergelijke reflexwerking desalniettemin in uitzonderingsgevallen mogelijk. Hij verwijst naar Rb. Amsterdam 19 januari 2011, <http://www.ie-portal.nl/IEPT/2011-01-19> (Stybenex/Rockwool).

127 Verkade 2011, p. 15-16 en p. 34-35; Ancery & Pavillon 2014, par. 2.2. met verwijzing naar Kamerstukken I 2007-2008, 30 928, nr. E, p. 6-7, waar de Minister het aan de rechter overlaat om in voorkomend geval reflexwerking aan (specifieke bepalingen van) de Wet OHP toe te kennen ter bescherming van 'kleine zelfstandigen'.

128 Zie Kleijn 2007, p. 6.

DEEL II DELICTUELE
PROSPECTUSAANSPRAKELIJKHEID

7.1 Begrip misleiding (contouren)

Misleiding is het centrale begrip binnen het onrechtmatigheidsbestanddeel van de delictuele prospectusaansprakelijkheid. Art. 6:194 BW bepaalt dat het openbaarmaken van verkoopmededelingen onrechtmatig is indien de mededeling in een of meer opzichten misleidend is. De wetgever heeft destijds afgezien van het definiëren van de misleidingscomponent en heeft volstaan met verwijzing naar de – toen nog in ontwerp zijnde – Richtlijn misleidende reclame:

Vooropstellend dat wij in verband met de vele verschijningsvormen waarin het misleidend karakter van een reclamemededeling zich kan voordoen het niet wel mogelijk achten om een uitputtende definitie van het begrip ‘misleidende reclame’ te geven, achten wij de in voormelde artikelen [t.w. art. 2 en 3 (ontwerp) Richtlijn misleidende reclame; jpf] gegeven omschrijvingen in het algemeen aanvaardbaar voor zover zij een aantal belangrijke aspecten van dit begrip aanduiden.¹

Nadere invulling van het misleidingsbegrip van - de voorloper van – art. 6:194 BW is door de wetgever aan de rechter overgelaten:

Ten aanzien van de vraag of de reclamemededeling inderdaad een misleidend karakter heeft, is het oordeel van de rechter uiteindelijk beslissend. Hij zal hierbij in beginsel uit kunnen gaan van de intelligentie en het voorstellingsvermogen van het gemiddelde publiek, dat zich bewust is van en zich niet laat beïnvloeden door het feit dat aan reclame vaak een zekere overdrijving eigen is. In concrete gevallen zal er echter rekening mee moeten worden gehouden tot welke kring van personen de betrokken reclame zich richt. Zo zal men een advertentie, die mede bedoeld is om kinderen te bereiken, geheel anders moeten beoordelen dan een advertentie die zich uitsluitend tot een bepaalde groep gespecialiseerde beroepsgenoten richt.²

Met deze passage in de MvT heeft de wetgever enkele belangrijke contouren van het misleidingsbegrip geschetst. In de eerste plaats wordt duidelijk gemaakt dat het voorstellingsvermogen van het gemiddelde publiek, derhalve een geobjectievereerd criterium, de maatstaf is waaraan moet worden getoetst. Dit geldt ook wan-

1 Kamerstukken I 1979-1980, 13 611, nr. 12b, p. 1-2.

2 Kamerstukken II 1975-1976, 13 611, nr. 3, p. 10.

neer een individuele consument – en niet een belangenorganisatie in het kader van een collectieve actie – zich op de regeling beroept. Reclamemededelingen richten zich immers niet tot één bepaalde persoon, maar tot een breed publiek. Anders ligt dit bij een beroep van een contractspartij op wilsgebreken. Dan gaat het om misleidende ‘één-op-één mededelingen’ in de precontractuele fase en is juist de kennis van de individuele contractant doorslaggevend.³

Voorts houdt de MvT expliciet rekening met de mogelijkheid dat niet het publiek in zijn algemeenheid, maar een specifieke kring van personen met een bepaalde mededeling wordt benaderd. In het kader van een aanbieding van effecten geldt dit met name voor het private placement memorandum (ppm) of ander informatiedocument waarmee een geselecteerde groep gekwalificeerde beleggers of particuliere beleggers met een hoger kennisniveau wordt benaderd. In dat geval kan in beginsel dat hogere kennisniveau als maatstaf dienen.

Aan het relevante publiek stelt de wetgever blijkens de hierboven geciteerde passage uit de MvT de eis ‘dat het zich bewust is van en zich niet laat beïnvloeden door het feit dat aan reclame vaak een zekere overdrijving eigen is’. Voor het prospectus is deze kanttekening van relatief weinig belang, aangezien de opstellers van het prospectus er alles aan zullen doen om iedere vorm van overdrijving achterwege te laten. Het prospectus wordt ingekleed als puur informatief en niet zozeer marketing gericht document. Holzhauer constateert dat de (vroege) rechtspraak er kennelijk van uitgaat dat overdrijving wel door het publiek wordt gecorrigeerd, maar feitelijke onwaarheden niet.⁴ Dit laatste lijkt ten aanzien van het prospectus in hoge mate te gelden voor de consument-belegger, maar wellicht voor specifieke categorieën informatie in mindere mate voor gekwalificeerde beleggers met een hoog kennisniveau.

Het misleidingsbegrip van afdeling 6.3.4 BW is inderdaad, zoals de wetgever van 1980 het heeft gewild, in de loop der jaren in de – Europese en nationale – jurisprudentie uitgewerkt. De wijze waarop dit is gebeurd zal in de volgende paragrafen aan de orde komen.

In afdeling 6.3.3A BW, die van kracht is geworden op 15 oktober 2008, is uitgegaan van een ander systeem.⁵ De normen waaraan getoetst moet worden zijn specifiekier omschreven dan in afdeling 6.3.4 BW. Op het hoogste, meest abstracte niveau verklaart art. 6:193b lid 1 BW het verrichten van een oneerlijke handelspraktijk onrechtmatig. Blijkens lid 3 van dat artikel is de misleidende handelspraktijk een species van de oneerlijke handelspraktijk. Daarmee lijkt in de context van prospectusaansprakelijkheid te kunnen worden volstaan met toetsing aan de misleidingsnorm op het tweede niveau van afdeling 6.3.3A, zonder dat hoeft te worden teruggevallen op de oneerlijkheidsnorm van het eerste niveau.

Art. 6:193c lid 1 omschrijft de misleidende handelspraktijk als volgt:

Art. 6:193c lid 1 BW

Een handelspraktijk is misleidend indien informatie wordt verstrekt die feitelijk onjuist is of die de gemiddelde consument misleidt of kan misleiden, al dan niet door de algemene presentatie

3 Kamerstukken II 1978-1979, 13 611, nr. 9, p. 2 en nr. 10, p. 3.

4 Holzhauer 1994, p. 68 met verwijzing naar rechtspraak uit de jaren 1980.

5 Zie par. 6.6.1.

van de informatie, zoals ten aanzien van (...) waardoor de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen, dat hij anders niet had genomen.

Bij eerste lezing van deze omschrijving vallen meteen enkele punten op. Allereerst worden onjuiste en misleidende informatie nevensgeschikt gemaakt.⁶ De categorie onjuiste informatie wordt doorgaans niet als nevensgeschikt, maar – mits de onjuistheid voldoende materieel is – als een subcategorie van misleidende informatie gezien. Voorts lijkt met informatie die misleidend is ‘door de algemene presentatie’ mede bedoeld te worden op de – hierna nog te benoemen – categorie informatie die misleidend is door verwarring. De slotstrofe van art. 6:193c lid 1 BW refereert aan de mogelijkheid dat de gemiddelde consument als gevolg van de misleidende informatie een (onvoldoende geïnformeerd) besluit neemt. Dit is in de literatuur wel aangeduid als het causale element binnen de misleidingsnorm.

7.2 Onjuistheid, onvolledigheid en verwarring

Uit de tekst van art. 6:193j lid 1/195 lid 1 BW volgt, dat misleiding in het prospectus twee vormen kan aannemen: mededelingen die misleidend zijn door onjuistheid dan wel door onvolledigheid. Juridisch heeft het denken in verschillende categorieën van misleiding weinig betekenis. Wel heeft het de functie van verduidelijking en aanscherping van het denken over de vraag *waarom en in welk opzicht* een bepaalde mededeling mogelijk misleidend is.

In de wetsgeschiedenis wordt aangetekend dat het gaat om de juistheid of volledigheid, voor zover deze in het geding relevant zijn, dat wil zeggen voor zover de onjuistheid of onvolledigheid van de in de mededeling vervatte of gesuggereerde feiten daaraan een misleidend karakter zou geven. Er is derhalve geen vereiste dat reclamemededelingen steeds volledig zouden moeten zijn. Mededelingen moeten voldoende volledig zijn om te voorkomen dat het publiek tot een verkeerde voorstelling van zaken wordt gebracht en aldus wordt misleid.⁷ Met andere woorden: er mag geen sprake zijn van materiële onvolledigheid.

Onvolledigheid van het verplichte prospectus in de zin dat niet alle door de Prospectusverordening voorgeschreven informatie-items zijn opgenomen, impliceert niet noodzakelijk dat het prospectus misleidend is. Ook in dat geval moet een materialiteitstoets plaatsvinden. Wel moeten de publiekrechtelijke prospectusvereisten in aanmerking worden genomen bij de beoordeling van het mogelijk misleidende karakter van het prospectus.⁸ In een aantal grote Nederlandse affaires was sprake van misleiding door onvolledigheid van het prospectus.⁹

6 Gesproken wordt immers van informatie die feitelijk onjuist is *of* die de gemiddelde consument misleidt of kan misleiden.

7 Kamerstukken II 1978-1979, 13 611, nr. 6, p. 14.

8 In laatstgenoemde zin HR 8 mei 1998, NJ 1998, 888 m.nt. J.M.M. Maeijer en D.W.F. Verkade; JOR 1998/110 m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol en C.J. Groffen (Boterenbrood c.s./MeesPierson), r.o. 3.9.

9 In het Coop-prospectus was belangrijke financiële informatie niet meegeconsolideerd; in het MeesPierson/Boterenbrood private placement memorandum ontbrak juridisch-technische informatie betreffende restaansprakelijkheid van beleggers na uittreding uit het fonds; in het World Online-prospectus ontbrak o.m. informatie over de prijs waarvoor de CEO betrekkelijk kort voor de ipo aandelen had verkocht.

Ook onjuistheid van een mededeling hoeft niet noodzakelijkerwijs tot misleiding te leiden. Materialiteit is hier eveneens een vereiste. Illustratief is in dit verband de uitspraak van de rechtbank Amsterdam inzake World Online:¹⁰

‘De mededelingen over Telitel AB in het definitieve prospectus zijn onjuist. (...) De rechtbank acht het echter onaannemelijk dat een juiste mededeling op dit punt (...) enige belegger zou hebben doen afzien van de koop van aandelen WOL of dat beleggers door de onjuiste mededeling omtrent Telitel AB anderszins enige schade hebben geleden. Om die reden kunnen de onjuiste mededelingen in het definitieve prospectus omtrent Telitel AB niet tot een toewijzing van het gevorderde leiden.’

Verkade merkt op dat niet alleen hetgeen daadwerkelijk wordt medegedeeld, maar ook feiten die worden gesuggereerd onder art. 6:194 BW vallen. Hij leidt dit af uit de tekst van art. 6:195 lid 1 BW, dat spreekt van ‘juistheid of volledigheid van de feiten die in de mededeling zijn vervat of daardoor worden gesuggereerd’.¹¹ Een recent voorbeeld van onjuistheid door suggestie in een prospectus vormt de uitspraak van het Hof Amsterdam (OK) in de zaak VEB c.s./Ageas (voorheen Fortis). Naar aanleiding van het opnemen door Fortis van selectieve, geruststellende informatie in een prospectus over de mate van blootstelling aan beleggingsrisico’s op de problematische subprime-markt overweegt het Hof als volgt:¹²

‘Met het voorgaande is niet beoogd te zeggen, dat Fortis verplicht was gedetailleerde informatie te verschaffen en precieze bedragen te noemen. Beslissend is dat Fortis ervoor koos om informatie over de subprime-portefeuille te verschaffen. Zij deed dat niet ten onrechte (...). Nu zij echter die keus maakte, behoorde zij die informatie evenwichtig en volledig te verschaffen en dit in ieder geval niet – zoals hier geschiedde – zodanig selectief te doen dat daardoor een onjuist of onzuiver beeld kon ontstaan.’

Door selectieve, niet evenwichtige informatie over de subprime-portefeuille in het prospectus te verstrekken, werd bij beleggers een onjuist of onzuiver beeld gesuggereerd. Onvolledigheid (selectiviteit) en onjuistheid liggen hier in elkaars verlengde.

Naast misleiding door onjuistheid of onvolledigheid is er nog een derde categorie die niet onmiddellijk uit de wettekst volgt, maar waarvan wel in de parlementaire geschiedenis melding wordt gemaakt. Het betreft mededelingen die misleidend zijn wegens de verwarrende wijze waarop zij zijn ingekleed. De parlementaire geschiedenis geeft als voorbeeld het afdrukken van essentiële gedeelten van informatie in kleine letters waardoor deze minder opvalt of het verwijzen naar ‘Parijse attributen’ in modereclame waardoor de suggestie wordt gewekt dat de betreffende artikelen uit Parijs afkomstig zijn.¹³ Blom vraagt zich af of de categorie verwarrende mededelingen daadwerkelijk als afzonderlijke categorie naast onjuiste en onvolledige mededeling moet worden beschouwd. Het verwarrende

10 Rb. Amsterdam 17 december 2003, JOR 2004/79 m.nt. M.W. den Boogert (World Online), r.o. 13.

11 Verkade 2011, p. 20.

12 Hof Amsterdam (OK) 5 april 2012, LJN: BW0991 (VEB c.s./Ageas (Fortis)), r.o. 6.52.

13 Kamerstukken II 1978-1979, 13 611, nr. 6, p. 14.

aspect zal naar zijn mening in de meeste gevallen neerkomen op de suggestie van feiten die onjuist zijn. De categorie misleiding door verwarring zou aldus opgaan in de categorie misleiding door onjuistheid.¹⁴ Mij komt voor dat aan de categorie misleidende door verwarring wel een aparte plaats toekomt. In eerstgenoemd voorbeeld uit de parlementaire geschiedenis (vermelding in kleine letters) kan toch moeilijk de suggestie van onjuiste feiten worden gelezen. Als gevolg van de kleine letters wordt de belegger op het verkeerde spoor gezet, zonder dat er sprake is van een aanwijsbare onjuistheid of onvolledigheid.

Een andere manier waarop verwarring bij beleggers kan ontstaan, is het opnemen van zoveel mogelijk informatie en risico's in het prospectus door de uitgevende instelling en de lead manager. De belegger zal dan nog minder in staat zijn om uit de grote hoeveelheid mededelingen de informatie te selecteren die voor hem van wezenlijk belang is. Het opnemen van een dergelijke overload¹⁵ aan informatie, en met name aan risico's, kan door de uitgevende instelling en de lead manager bewust zijn gedaan, teneinde de wezenlijke risico's te versluieren en de kans op aansprakelijkheid door onvolledigheid van het prospectus zoveel mogelijk te beperken. Mede met het oog op deze praktijk is in de literatuur wel betoogd om de publiekrechtelijke prospectusplicht maar te laten vervallen. Voor de bescherming van professionele partijen zou deze niet nodig zijn, omdat de uitgevende instelling al op grond van de privaatrechtelijke mededelingsplicht genoopt is voldoende informatie te verstrekken. Voor de bescherming van de consument is de prospectusplicht niet zinvol, omdat de consument onvoldoende professioneel is om de informatie goed te kunnen beoordelen. Het prospectus zou bij beslissingen van de consument geen rol spelen in de praktijk.¹⁶ Het voert te ver om in dit kader op de veel bredere problematiek van het informatiemodel in te gaan. Wel is de kanttekening op zijn plaats, dat in de transacties die geleid hebben tot enkele grote Nederlandse 'affaires' op het gebied van prospectusaansprakelijkheid eerder sprake was van te weinig dan teveel informatie in het prospectus.¹⁷ De betreffende jurisprudentie vormt op zichzelf geen bevestiging van een mogelijke noodzaak om de particuliere belegger minder informatie te verstrekken.

In de totstandkomingsfase van Richtlijn 84/450 heeft de problematiek van de informatie overload de specifieke aandacht gekregen van het Economisch en Sociaal Comité, dat hierover in zijn advies het volgende heeft opgenomen:

14 Blom 1996, p. 93.

15 Term ontleend aan Blom 1996, p. 93. Blom acht 'overload information' verwant aan de categorie 'verwarrende mededelingen'.

16 Aldus het betoog van Scheltema & Scheltema 2009, p. 88-92 en 101. De door hen voorgestelde oplossingen (de consument kan uitsluitend beleggen via een tussenschakel die een 'ken-uw-klant'-systeem hanteert dan wel na individuele advisering) lijken echter voor de huidige emissiepraktijk te kostbaar en tijdrovend te zijn. De problematiek van 'over-informatie' kan ook op geheel andere wijze worden benaderd, zoals door Loss & Seligman wordt beschreven voor de Amerikaanse praktijk. Daar heeft de SEC gedurende een zekere periode juist aangedrongen op méér gedetailleerde informatie en uitgebreidere disclosure van risicofactoren in het prospectus. De gedachte daarachter is de efficiënte markt hypothese. *Professionele* beleggers kunnen op basis van meer gedetailleerde informatie betere beleggingsbeslissingen nemen, hetgeen spoedig wordt gereflecteerd in de aandelenkoersen. Daarvan profiteert de *particuliere* belegger dan weer: 'This has the collateral consequence of protecting average investors from overpaying for securities. The average investor gets a "free ride" on the information search activities of market professionals; the professionals, in effect, play the role of "information arbitrageurs".' Zie Loss & Seligman 2004, p. 187 met verwijzing. Nelemans stelt vast dat de efficiënte markt hypothese nauwelijks is doorgedrongen tot het Nederlandse rechtsdenken. Zie Nelemans 2007, p. 20, noot 19.

17 Zie hierboven noot 9.

2.5.2 Het Comité stelt voor, lid 2 van artikel 3 van het voorstel voor een richtlijn in die zin te herzien dat reclame niet alleen als misleidend moet worden beschouwd wanneer zij essentiële gegevens verzwijgt, maar ook wanneer de adverteerder hierin overbodige mededelingen doet die de consument onjuiste informatie verschaffen of de consument op een dwaalspoor kunnen brengen.

Uiteindelijk is overbodigheid van informatie niet als een afzonderlijke misleidingscategorie in de tekst van de richtlijn opgenomen. Dit sluit mijns inziens niet uit, dat het opnemen van overbodige informatie tot misleiding (door verwarring) kan leiden.

Ook latere ontwikkelingen in regelgeving en jurisprudentie pleiten ervoor om aan de categorie verwarring een aparte plaats toe te dichten. In het kader van de implementatie van de Prospectusrichtlijn is op 1 juli 2005 onder meer art. 5:14 Wft ingevoerd. Deze bepaling zet de inhoudelijke vereisten uiteen met betrekking tot de samenvatting die in het verplichte prospectus moet worden opgenomen. Art. 5:14 lid 2(d) Wft bepaalt, kort gezegd, dat de opstellers van de samenvatting uitsluitend aansprakelijk kunnen worden gesteld

‘indien de samenvatting gelezen in *samenhang* met de andere delen van het prospectus misleidend, onjuist of *inconsistent* is of indien de samenvatting gelezen in *samenhang* met de andere delen van het prospectus, niet de kerngegevens bevat om beleggers te helpen wanneer zij overwegen in die effecten te investeren.’¹⁸ [curs. jpf]

Hoewel het in deze bepaling uitsluitend de verhouding tussen de samenvatting en de rest van het prospectus betreft en hoewel de bepaling zich wat ongelukkig uitdrukt – zo wordt onjuistheid nevens geschikt gemaakt aan misleiding – maakt zij toch duidelijk dat de wetgever belang hecht aan de innerlijke consistentie en samenhang van het prospectus. Ik zou willen verdedigen dat deze er niet alleen dient te zijn tussen de samenvatting en het lichaam van het prospectus, maar meer in zijn algemeenheid tussen alle verschillende mededelingen die in het prospectus worden gedaan. Een prospectus kan dus misleidend zijn door inconsistentie. Liever dan hiervan een aparte misleidingscategorie te maken, zou ik deze categorie onder het begrip verwarring willen laten vallen. Inconsistentie van informatie hoeft immers niet gepaard te gaan met feitelijke onjuistheid of onvolledigheid, maar zal doorgaans wel een verwarrend effect op de lezer hebben.

In de tekst van afdeling 6.3.3A BW is de scheiding tussen misleiding door onjuistheid en door onvolledigheid structureel aangebracht door onderscheid te maken tussen een misleidende handelspraktijk (art. 6:193c BW) en een misleidende omissie (art. 6:193d BW). In beide gevallen moet een materialiteitstoets worden verricht. Ook de categorie misleiding door verwarring lijkt in de nieuwe afdeling te zijn vertegenwoordigd. Art. 6:193c lid 1 BW houdt de mogelijkheid van misleiding ‘al dan niet door de algemene presentatie van de informatie’ open. De MvT legt uit dat het informatie betreft ‘die door de wijze van presentatie, hoewel feitelijk correct, op de een of andere manier de consument bedriegt’.¹⁹ Voorts

18 Wetttekst zoals gewijzigd per 1 juli 2012 door implementatie van de Wijzigingsrichtlijn Prospectus 2010/73.

19 Kamerstukken II 2006-2007, 30 928, nr. 3, p. 15.

kwalificeert art. 6:193d lid 3 BW het verborgen houden of op onduidelijke, onbegrijpelijke of dubbelzinnige wijze verstrekken van essentiële informatie als een misleidende omissie.

7.3 Materialiteitsvereiste; causaal element

Om een mededeling in een prospectus als misleidend in de zin van afdeling 6.3.3A/6.3.4 BW te kwalificeren, is vereist dat aan deze mededeling – en derhalve ook aan de misleiding – een zekere materialiteit kan worden toegekend. Dit materialiteitselement komt niet uitdrukkelijk naar voren in de tekst van art. 6:194 BW. Voor een deel is dit te wijten aan het feit dat de wetgever van 1980 het niet nodig heeft geoordeeld om een definitie van het begrip misleidende reclame, zoals art. 2 lid 2 Richtlijn 84/450 die wel kent, in de wet op te nemen. De richtlijndefinitie bevat namelijk wel een zeker materialiteitsvereiste door te verwijzen naar potentiële beïnvloeding van het economische gedrag van de consument:

Art. 2 lid 2

(In deze richtlijn) wordt onder misleidende reclame verstaan elke vorm van reclame die op enigerlei wijze, daaronder begrepen haar opmaak, de personen tot wie zij zich richt of die zij bereikt, misleidt of kan misleiden en die door haar misleidende karakter hun economische gedrag kan beïnvloeden, of die om die redenen een concurrent schade toebrengt of kan toebrengen; (...)

Met andere woorden, een onjuistheid of onvolledigheid die van onvoldoende gewicht is om het economische gedrag van de consument te kunnen beïnvloeden, kwalificeert niet als juridisch relevante misleiding.

Zoals wij eerder zagen, heeft de wetgever van 1980 de invulling van het misleidingsbegrip expliciet aan de rechter overgelaten. Wel bevat de parlementaire geschiedenis een enkele aanwijzing ter ondersteuning van de materialiteitsvereiste:

Het gaat derhalve uitsluitend om het bewijs van juistheid of volledigheid, voor zover deze in het geding relevant zijn, dat wil zeggen voor zover de onjuistheid of onvolledigheid van de in de mededeling vervatte of gesuggereerde feiten aan de mededeling een misleidend karakter zou geven. De bepaling eist daarover niet dat men in reclame-mededelingen steeds volledigheid betracht. Men mag van een zodanige mededeling slechts verlangen dat zij voldoende volledig is om te voorkomen, dat het publiek door hetgeen wordt medegedeeld, gebracht wordt tot een verkeerde voorstelling omtrent relevante feiten en aldus wordt misleid.²⁰

In een enkele rechterlijke beslissing uit de beginjaren van – de voorloper van – art. 6:194 BW is het materialiteitsvereiste niet duidelijk uit de verf gekomen en zelfs verworpen. Zo overwoog de Hoge Raad in het arrest *Konsumenten Kontakt/Elektrograma* uit 1985 dat de art. 1416a e.v. BW beoogen het publiek tegen ‘misleiding zonder meer’ te beschermen en niet slechts tegen ernstige misleiding, zoals het Hof had aangenomen.²¹ Meer recent heeft de Hoge Raad in het

20 Kamerstukken II 1978-1979, 13 611, nr. 6, p. 14.

21 HR 29 maart 1985, NJ 1985, 592 m.nt. L. Wichers Hoeth (*Konsumenten Kontakt/Elektrograma*).

World Online-arrest het materialiteitsvereiste duidelijk bevestigd, daarbij terugrijpend op Richtlijn 84/450:

Van misleiding zal met name sprake kunnen zijn indien de mededeling onjuist of onvolledig is (vgl. art. 6:195 BW). De feitelijke vaststelling dat sprake is van een onjuiste of onvolledige mededeling brengt echter nog niet mee dat deze ook misleidend is. Daartoe is nodig dat de mededeling de beleggers (in de woorden van art. 2 lid 2 van richtlijn 84/450) ‘misleidt of kan misleiden en door haar misleidende karakter hun economische gedrag kan beïnvloeden’. Bij de beoordeling of dit laatste het geval is, moet worden uitgegaan van de hiervoor bedoelde ‘maatman-belegger’. De rechter zal een onjuiste of onvolledige mededeling dan ook pas als misleidend kunnen kwalificeren, indien redelijkerwijs aannemelijk is dat de mededeling, gelezen in de context waarin deze is geplaatst, van materieel belang is voor de beleggingsbeslissing van de ‘maatman-belegger’. In dat geval is immers aannemelijk dat de onjuistheid of onvolledigheid redelijkerwijs het economisch gedrag van de ‘maatman-belegger’ kan beïnvloeden.²²

In dezelfde rechtsoverweging heeft de Hoge Raad overwogen dat de beslissende vraag is of de betreffende mededeling ‘op zichzelf genomen een misleidend karakter heeft’ en niet of de belegger daadwerkelijk heeft kennisgenomen van of daadwerkelijk is beïnvloed door de mededeling. Dit laatste komt pas aan de orde in het kader van het bepalen van het causale verband tussen enerzijds de misleidende mededeling en anderzijds de beleggingsbeslissing en de geleden schade.

In de formuleringen van art. 2 lid 2 Richtlijn 84/450 en van de Hoge Raad in het World Online-arrest valt op dat het materialiteitsvereiste gestalte heeft gekregen in termen van *causaliteit*: het moet gaan om een zodanige mate van misleiding, dat *daardoor* het economische gedrag van de belegger beïnvloed kan worden. Op het causaliteitselement in de misleidingsnorm is reeds vóór het World Online-arrest de vinger gelegd door Pijls aan de hand van de op 15 oktober 2008 in werking getreden Wet OHP. Pijls wijst er terecht op dat in het kader van de onrechtmatige daad als geheel, de misleidingsnorm – en dus ook het daarin geïncorporeerde causaliteitselement – uitsluitend ziet op de vraag of het handelen van de aangesproken partij als onrechtmatig kan worden aangemerkt. Het betreft dus de invulling van het onrechtmatigheidsbestanddeel. Dit moet terdege worden onderscheiden van twee andere causaliteitshobbels die voor het vestigen van delictuele aansprakelijkheid dienen te worden genomen, te weten de voorwaarde (1) dat de beleggingsbeslissing van de individuele belegger daadwerkelijk door de mededeling moet zijn beïnvloed en (2) dat deze individuele belegger hierdoor schade moet hebben geleden.²³

Zoals al eerder naar voren kwam, is de systematiek van de door de Wet OHP ingevoerde afdeling 6.3.3A BW aanzienlijk gedetailleerder dan die van afdeling 6.3.4 BW, waarvan de uitwerking grotendeels aan de rechter is overgelaten. Ook het causaliteitselement binnen de misleidingsnorm is in afdeling 6.3.3A BW uitgewerkt. Hieraan is vormgegeven door zowel ten aanzien van de misleidende handelspraktijk (art. 6:193c lid 1 BW) als de misleidende omissie (art. 6:193d lid 2 BW) te bepalen dat sprake is van misleiding in geval van een handelspraktijk

22 HR 27 november 2009, NJ 2014, 201 m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43 m.nt. K. Frielink (World Online), r.o. 4.10.4.

23 Pijls 2008, p. 345-347. Voorwaarde (1) noemt Pijls ‘een zuivere causaliteitsvraag’. Zie voor bespreking daarvan hoofdstuk 10.

respectievelijk omissie ‘*waardoor* de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen, dat hij anders niet had genomen’.²⁴ Met betrekking tot de misleidende omissie is bovendien bepaald dat het moet gaan om het weglaten van ‘essentiële’ informatie.

Dat uitsluitend materiële informatie in het prospectus hoeft te worden opgenomen, wordt overigens ook bevestigd vanuit publiekrechtelijke invalshoek. Een zekere materialiteitsdrempel wordt gecreëerd in art. 5:13 lid 1 Wft (de implementatie van art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn 2003/71), dat bepaalt dat het prospectus alle gegevens moet bevatten die *van belang* zijn voor het vormen van een verantwoord oordeel door de belegger. Door ESMA (het voormalige CESR) is dit als volgt uitgewerkt in zijn aanbevelingen voor het opstellen van prospectussen:

CESR acknowledges that the materiality principle already in force under Article 5.1 of the Directive and Regulation will also apply to its recommendations. Therefore, when information is not material in the context of the securities or the issuer, CESR does not expect issuers to mention it.²⁵

Weliswaar hebben de aanbevelingen van ESMA geen betrekking op het privaatrechtelijke leerstuk van misleiding, maar wanneer men denkt in termen van synergie tussen publiekrechtelijke en privaatrechtelijke normen vormt deze aanbeveling een ondersteuning voor het incorporeren van een materialiteitsvereiste in het privaatrechtelijke misleidingsbegrip.

Kan een optelsom van kleinere onjuistheden en onvolkomenheden in het prospectus in misleiding resulteren? Den Boogert pleit er in zijn JOR-annotatie bij het vonnis van de rechtbank Amsterdam inzake World Online voor om eerst alle manco’s in het prospectus en de publieke berichtgeving te inventariseren en vervolgens de invloed van dit ‘samenhangende geheel aan onvolkomenheden’ op de investeringsbeslissingen van beleggers te beoordelen.²⁶ De Duitse rechtspraak heeft misleidendheid van het prospectus aangenomen wanneer daardoor een onjuiste *Gesamteindruck* van de uitgevende instelling wordt gegeven.²⁷

Binnen de context van het privaatrecht legt Verkade een verband tussen het materialiteitsvereiste bij misleiding en bij dwaling. Hij wijst op art. 6:228 lid 1(a) BW, dat bepaalt dat dwaling die te wijten is aan een onjuiste inlichting van de wederpartij tot vernietiging van de betreffende overeenkomst kan leiden, *tenzij de wederpartij mocht aannemen dat de overeenkomst ook zonder deze inlichting zou worden gesloten*. Uit de recursieve woorden volgt dat het moet gaan om een dwaling die betrekking heeft op factoren die beslissend of bepalend zijn voor

24 Pijls 2008, p. 344 betreft deze zinsnede niet op het in art. 6:193c lid 1 BW genoemde verstrekken van *onjuiste* informatie en betoogt dat daardoor in art. 6:193c BW aan misleiding door onjuistheid geen materialiteitsvereiste wordt gesteld. Daarvoor moet volgens Pijls worden teruggegrepen op de algemene oneerlijkheidsnorm van art. 6:193b BW. De Jong 2010, p. 20 verdedigt het tegendeel met een beroep op richtlijnconforme interpretatie onder art. 6 lid 1 Richtlijn OHP. In deze discussie schaar ik mij aan de kant van De Jong. Naast een richtlijnconforme interpretatie laat ook een grammaticale uitleg van art. 6:193c lid 1 m.i. geen ruimte voor een andere zienswijze.

25 ESMA update of 23 March 2011 of the CESR recommendations regarding the consistent implementation of Commission Regulation (EC) No 809/2004 implementing the Prospectus Directive (ESMA/2011/81, <http://www.esma.europa.eu/documents/prospectus>), sub 1.

26 Par. 3 van annotatie bij Rb. Amsterdam 17 december 2003, JOR 2004/79 (World Online).

27 Assmann & Schütze 2007, p. 299-301. De *Gesamteindruck* kan misleidend zijn ‘auf Grund einer Anhäufung positiver, je für sich noch vertretbarer Werturteile als auch auf Grund unterlassener Angaben.’

het aangaan van de transactie (in termen van art. 1358 BW (oud): dwaling in de zelfstandigheid der zaak) en dat deze kenbaar zijn voor de wederpartij van de dwalende.²⁸ In de parlementaire geschiedenis van de Wet OHP is in bredere zin een verband gelegd tussen afdeling 6.3.3A BW en het dwalingsleerstuk. Het potentiële belang van een beroep op dwaling door teleurgestelde beleggers zal in het contractuele deel van deze studie worden onderzocht.²⁹

7.4 Prospectus gericht tot beperkte groep; gerichtheid vs. bereik

Eerder werd reeds, onder verwijzing naar de parlementaire geschiedenis, duidelijk gemaakt dat het (gemiddelde) kennisniveau binnen de kring van personen die met het prospectus wordt benaderd in sterke mate bepalend is voor de vraag of al dan niet misleiding heeft plaatsgevonden.³⁰ Behalve tot het algemene publiek kan een emissie van effecten zich ook tot een meer beperkte groep beleggers richten. Deze kunnen worden geselecteerd op bepaalde kenmerken, zoals vermogendheid, ervaring met beleggen in het algemeen of kennis van de onroerend goed sector of een willekeurige andere sector in het bijzonder. De groep zou ook uitsluitend uit gekwalificeerde beleggers kunnen bestaan, zoals grote pensioenfondsen of verzekeraars. Een voor de invulling van het misleidingsbegrip bepalende vraag is derhalve, voor wie het prospectus is bedoeld.

Art. 2 lid 2 Richtlijn 84/450 drukt zich uit in termen van *gerichtheid* en *bereik* van een reclamemededeling:

Art. 2 lid 2 Richtlijn 84/450

In deze richtlijn wordt verstaan onder misleidende reclame: elke vorm van reclame die op enigerlei wijze, daaronder begrepen haar opmaak, de personen *tot wie zij zich richt of die zij bereikt*, misleidt of kan misleiden en die door haar misleidende karakter hun economische gedrag kan beïnvloeden, of die om die redenen een concurrent schade toebrengt of kan toebrengen. [curs. jpf]

De *gerichtheid* van het prospectus versta ik als een inhoudelijke kwestie. Uit de tekst en inleiding van het prospectus kan blijken dat de aangeboden effecten bedoeld zijn voor een specifieke groep beleggers. De uitgevende instelling en de lead manager hebben de gerichtheid zelf in de hand. Het prospectus zal zoveel mogelijk verspreid worden onder de groep beleggers tot wie het zich richt. Het is echter niet uitgesloten dat het ook in handen komt van andere (particuliere) beleggers, voor wie de effecten in beginsel niet zijn bestemd. Deze kunnen het prospectus bijv. krijgen van een lid van de primaire doelgroep of, tegen de aanvankelijke bedoeling in, op aanvraag bij een van de betrokken banken. Langs die weg kan het *bereik* van het prospectus breder zijn dan de gerichtheid. Het bereik is een feitelijke kwestie, die de uitgevende instelling en de lead manager slechts gedeeltelijk in de hand hebben. Het feitelijke bereik is in eerste instantie afhan-

28 In die zin Verkade 2011, p. 40-41.

29 Zie par. 16.4.

30 Zie par. 7.1.

kelijk van de wijze van openbaarmaking. Openbaarmaking van het prospectus via het internet heeft per definitie een groter (potentieel) bereik dan verspreiding van hard copies.

Uit bovengenoemde formulering van art. 2 lid 2 Richtlijn 84/450 volgt, dat de gerichtheid en het bereik van het prospectus bepalend zijn voor de invulling van het misleidingsbegrip. Het kennisniveau dat als uitgangspunt dient voor de vraag of de belegger wordt misleid of kan worden misleid, wordt bepaald door de kring van beleggers tot wie het prospectus zich richt dan wel die het bereikt. De Richtlijn OHP bezigt in art. 5 lid 2(b) eenzelfde formulering voor het invullen van het oneerlijkheids criterium (waarvan misleiding een subcategorie is):

Art. 5 lid 2(b)

Een handelspraktijk is oneerlijk wanneer zij het economische gedrag van de gemiddelde consument die zij bereikt of op wie zij gericht is (...) wezenlijk verstoort of kan verstoren.

De Wet OHP wijkt echter af. Uitsluitend het gerichtheids criterium is geïmplementeerd in de definitie van ‘gemiddelde consument’ van art. 6:193a lid 2 BW:

Art. 6:193a lid 2 BW

In deze afdeling wordt mede verstaan onder gemiddelde consument: het gemiddelde lid van een specifieke groep waarop de handelaar zich richt (...)

Het feit dat de wetgever het *bereik* van een mededeling of handelspraktijk niet als (mede) bepalend criterium voor misleiding heeft geïmplementeerd lijkt niet tot een lacune op het niveau van het nationale recht te leiden, aangezien het criterium desondanks in de jurisprudentie wordt toegepast.³¹

Het belang van de gerichtheid en het bereik van een informatiedocument is in de context van de kapitaalmarkt enige malen in de rechtspraak aan de orde geweest.

Een aantal particuliere beleggers beroept zich tegenover MeesPierson op het misleidende karakter van een private placement memorandum (ppm) tot deelname in het Canadafonds, omdat informatie over rest aansprakelijkheid na uitstreding uit het fonds in het ppm ontbrak. Het Hof (r.o. 4) acht van belang dat het memorandum was *gericht* tot vermogende beleggers, die reeds deelnamen in een vergelijkbaar onroerend goed fonds. Ook ging het om een minimum inleg van Can \$ 50.000 en een memorandum met bijlagen in de Engelse taal. Uit een en ander volgt volgens het Hof dat het gaat om een beleggingspropositie ‘*bedoeld* voor vermogende en naar mag worden aangenomen met beleggingvraagstukken niet onbekende beleggers’. De Hoge Raad (r.o. 3.4) gaat hierin om proces technische redenen niet mee (het Hof is buiten de ingestelde grieven tot zijn oordeel gekomen en is daarmee buiten de grenzen van de rechtstrijd in appèl getreden). Maar NJ-annotator Verkade constateert terecht dat de deskundigheidsparameter als zodanig niet ter discussie is gesteld. Uit r.o. 3.4 kan worden afgeleid dat ook de Hoge Raad van belang acht of het voorstel van MeesPierson was *bedoeld* voor ervaren beleggers.³² [curs. jpf]

31 In die zin Pavillon 2011, p. 361, noot 127, waarbij zij o.m. verwijst naar het in deze paragraaf te bespreken De Boer/TMF-arrest.

32 Rb. Amsterdam 12 juli 1995 (n.g.; besproken door Leijten 1995a); Hof Amsterdam 17 oktober 1996 (n.g.); HR 8 mei 1998, NJ 1998, 888 m.nt. J.M.M. Maeijer en D.W.F. Verkade; JOR 1998/110 m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol en C.J. Groffen (Boterenbrood c.s./MeesPierson). Besproken door Timmerman 1998.

In de Boterenbrood/MeesPierson zaak achten Hof en HR van belang voor welke beleggers het ppm was *bedoeld*. Dat behelst elementen van inhoudelijke *gerichtheid* (Engelse taal; vereiste minimum inleg van Can \$ 50.000) en van feitelijk *bereik* (verspreiding onder vermogende beleggers die al in een vergelijkbaar fonds deelnemen). Tien jaar later komt het onderscheid tussen gerichtheid en bereik meer expliciet aan de orde.

Op 30 mei 2008 heeft de Hoge Raad zich uitgesproken in een geschil tussen TMF Financial Services BV (TMF) en een aantal beleggers (De Boer c.s.). Deze stellen dat TMF onrechtmatig jegens hen heeft gehandeld, o.m. door een brochure aan hen te presenteren met misleidende financiële prognoses inzake een door HSI BV te initiëren bouwproject in Spanje, teneinde hen te laten deelnemen in het kapitaal van HSI. TMF trad op als financieel adviseur van HSI. De Boer c.s. vorderen schadevergoeding, o.m. uit hoofde van art. 6:194 BW.

Anders dan Hof en A-G oordeelt de Hoge Raad dat de omstandigheid dat De Boer c.s. ervaring in de zakenwereld hebben, bij beantwoording van de vraag of de brochure misleidend is in de zin van art. 6:194 BW geen gewicht in de schaal behoort te leggen. Zulks omdat niet is vastgesteld ‘dat de kring van personen tot wie de brochure zich *richtte* of die zij *bereikt* uitsluitend bestaat uit personen die ervaring in de zakenwereld hebben.’³³ [curs. jpf]

Annotatoren Vletter-Van Dort en Pijls stellen a contrario dat indien het Hof wél had vastgesteld dat de brochure louter tot ervaren zakenlieden was gericht of uitsluitend ervaren zakenlieden had bereikt, dit bij het misleidingsoordeel had moeten worden meegewogen.³⁴

Het TMF-arrest werpt weinig licht op de exacte verhouding tussen gerichtheid en bereik van het ppm als bepalende factoren voor de invulling van het misleidingsbegrip. Gesproken wordt slechts van gerichtheid *of* bereik. Ook het World Online-arrest geeft weinig verduidelijking, waar de Hoge Raad overweegt:

Van deze ‘maatman-belegger’ mag verwacht worden dat hij bereid is zich in de aangeboden informatie te verdiepen, maar niet dat hij beschikt over specialistische of bijzondere kennis en ervaring (*behoudens het geval dat de reclame zich uitsluitend op personen met dergelijke kennis en ervaring richt*).³⁵ [curs. jpf]

De Hoge Raad geeft met de geursiveerde woorden aan dat het misleidingsvraagstuk in geval van een plaatsing van effecten die uitsluitend gericht is op kundige en ervaren beleggers vanuit een hoger kennisniveau dient te worden benaderd. Over de karakteristieken van de kundige en ervaren belegger heeft de Hoge Raad zich niet uitgelaten.

De verleiding bestaat om uit de geursiveerde tekst af te leiden dat ook de Hoge Raad aan de inhoudelijke gerichtheid van het prospectus het primaat geeft boven het feitelijke bereik, waaraan in deze passage geen woord wordt gewijd.

33 HR 30 mei 2008, NJ 2010, 622 m.nt. J.B.M. Vranken; JOR 2008/209 m.nt. B.J. de Jong (De Boer c.s./TMF Financial Services), r.o. 4.2.

34 Vletter-van Dort & Pijls 2008, par. 1.

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

Een dergelijke conclusie gaat naar mijn mening te ver. De feitelijke context van de World Online-zaak is immers, dat effecten werden aangeboden aan het publiek en niet aan een geselecteerde en/of gespecialiseerde kring van beleggers. Inhoudelijke gerichtheid en feitelijk bereik van het prospectus vielen samen en betroffen het belegend publiek in den brede. De Hoge Raad hoefde zich daarom niet uit te spreken over de nuance waarover het in deze paragraaf gaat.

De vraag is in hoeverre, naast het feitelijke bereik, aan de gerichtheid in de praktijk enige betekenis toekomt. De uitgevende instelling kan zich inspannen zoveel zij wil om het ppm inhoudelijk volledig af te stemmen op het niveau van de ervaren belegger en daarbij uitdrukkelijk vermelden dat het ppm uitsluitend voor ervaren beleggers bestemd is. De inhoudelijke gerichtheid heeft de uitgevende instelling immers in eigen hand. Maar indien men het TMF-arrest strict uitlegt in die zin, dat het ppm *zowel* qua gerichtheid *als* qua verspreiding geheel binnen kringen van ervaren beleggers moet blijven, zonder dat ook maar sprake is van één ‘lek’ naar onervaren beleggers,³⁶ kan het feitelijke bereik – dat de uitgevende instelling niet volledig in eigen hand heeft – alle inspanningen weer teniet doen. De door het prospectus bereikte belegger met het laagste kennisniveau is dan automatisch de maatman. Dit zal doorgaans de gewone consument zijn. Voor de kapitaalmarktpraktijk is dit n.m.m. niet wenselijk.

Een praktijkvriendelijker benadering wordt gekozen door Boll in zijn preadvies uit 1995 voor de Vereniging voor Effectenrecht:

‘Voor de toepasselijkheid van de artikelen 6:194 e.v. is beslissend of ‘een mededeling’ – in welke vorm dan ook – als misleidend kan gelden in de context waarin deze is gebruikt. Bij de bepaling van die context moet worden vastgesteld wat het specifieke publiek is, waartoe de mededeling zich *richt*. Onder het relevante publiek moeten worden gerekend niet alleen degenen voor wie het prospectus naar zijn strekking bestemd is, maar ook diegenen die strict genomen niet tot dat publiek behoren maar desalniettemin geacht moeten worden van de mededeling niet alleen *kennis te (kunnen) nemen* maar zich daartoe ook redelijkerwijs *aangesproken* kunnen achten. Voor het één en ander zijn de verkeersopvattingen het richtsnoer indien het prospectus dat zelf niet of onvoldoende duidelijk maakt. Door inkleding van het prospectus kan de kring van het relevante publiek echter worden beperkt, bijvoorbeeld indien duidelijk wordt vermeld dat het prospectus uitsluitend is gericht tot een bepaalde categorie beleggers.’³⁷ [curs. jpf]

Als ik Boll goed versta, onderscheidt hij weliswaar gerichtheid en bereik als factoren die bepalend zijn voor het relevante publiek, maar geeft hij aan de gerichtheid het primaat. Dit doet hij (1) in de laatste geciteerde volzin en (2) door

36 In die zin lijkt het arrest te worden uitgelegd door Hirdes & Lunsingh Scheurleer 2008, p. 252, waar zij spreken van ‘het waarborgen van de exclusiviteit van een bepaalde doelgroep’. Dit zou volgens hen kunnen worden bereikt door ‘adequate circulatie- en verkoopbeperkingen’.

37 Blom & Boll 1995, p. 192. Boll plaatst de gerichtheid van het prospectus tot een bepaalde categorie beleggers in de sleutel van de aansprakelijkheidsbeperking en merkt op dat deze niet binnen de door de Hoge Raad in het Coop-arrest aangegeven grenzen valt. Het leggen van een rechtstreeks verband tussen de gerichtheid van het prospectus tot een bepaalde kring en beperking van aansprakelijkheid is naar mijn mening nog een hele stap. Gerichtheid van het prospectus tot een specifieke groep beleggers heeft niet in de eerste plaats een juridische, maar een commerciële drijfveer, te weten het feit dat de uitgevende instelling en de lead manager met name inschrijvingen verwachten vanuit de beperkte kring waarop het prospectus zich richt. En *als* een verband met aansprakelijkheidsbeperking toch moet worden aangenomen, dan betreft het een geheel andere context dan die waarover de Hoge Raad zich in het Coop-arrest – dat gaat over de aansprakelijkheid voor prospectusinformatie afkomstig van derden – heeft uitgesproken.

het bereik aldus te nuanceren, dat niet slechts relevant is wie feitelijk van het prospectus kennis (kunnen) nemen, maar ook of deze beleggers zich daartoe ‘redelijkerwijs aangesproken kunnen achten’. Dit laatste volgt mijns inziens weer uit de inhoudelijke gerichtheid.

Hetgeen Boll hier opmerkt is voor de praktijk van belang. Het komt veelvuldig voor dat de opbrengst van een emissie met name in een bepaalde hoek van de kapitaalmarkt wordt verwacht en dat de informatie zich derhalve tot de beleggers in die hoek richt. Voorbeelden zijn (1) het informatie- of private placement memorandum gericht tot gekwalificeerde beleggers;³⁸ (2) een emissie door een uitgevende instelling in een specifieke sector, waarbij een hard copy prospectus uitsluitend aan minder dan 150 beleggers met sector kennis – dus in die zin met een zekere ‘scholing’ – wordt uitgereikt.³⁹ Het is in dergelijke gevallen zinvol dat het inhoudelijke niveau van de informatie kan worden afgestemd op het kennisniveau van de specifieke doelgroep, zonder al te snel het risico te lopen dat derden buiten deze doelgroep die toch de hand op de informatie weten te leggen, zich op misleiding kunnen beroepen. In de gedachtegang van Boll zou dit door een juiste inkleding van de inhoud mogelijk moeten zijn.

Een enigszins verschillende benadering, maar wel met vergelijkbaar resultaat, is gekozen door de rechtbank Amsterdam in een vonnis uit 2011. Het ging in die zaak niet om een prospectus in het kader van een aanbieding van effecten, maar om een brochure met informatie over isolatiematerialen voor de bouwsector. De zaak is relevant voor de kwestie die in deze paragraaf aan de orde is.

Rockwool is producent van steenwol en brengt een brochure uit over de brandveiligheid van dit product. Daarin trekt zij een voor haar producten gunstige vergelijking met andere isolatiematerialen. Stybenex, een vereniging van fabrikanten die met Rockwool concurreren, stelt dat de brochure misleidend is en vordert o.m. een verklaring voor recht, inhoudende dat Rockwool met de openbaarmaking en verspreiding van de brochure onrechtmatig heeft gehandeld jegens haar en haar leden. Ook in deze procedure moet voor de vraag of de brochure misleidend is, de prealabele vraag worden beantwoord voor welke doelgroep zij is bedoeld. Rockwool stelt dat de brochure zich uitsluitend tot professionals in de bouw richt, volgens Stybenex behoren ook consumenten tot de doelgroep. De rechtbank overweegt als volgt:

‘De rechtbank gaat bij het bepalen van de doelgroep uit van de groep tot wie de Brochure *zich richt en/of wie zij bereikt*. Rockwool is primair georiënteerd op de ‘business-to business markt’. De Brochure is *verspreid* onder aannemers, architecten en brandweerlieden en is *onder de aandacht gebracht* van diverse bouwgerelateerde vakbladen. De Brochure is *daarmee bedoeld* voor professionals die in hun beroep met brand, brandpreventie en brandveiligheid te maken hebben en die over een zekere mate van kennis op dit gebied beschikken. De doelgroep is in het onderhavige geval dus niet de ‘redelijk geïnformeerde, omzichtige en oplettende gemiddelde consument’. De enkele omstandigheid dat er mogelijk consumenten zijn die één van de in de markt voor consumenten verkrijgbare producten van Rockwool aanschaffen en vervolgens hun weg

38 Alsdan geldt de uitzondering van art. 5:3 lid 1(a) Wft op de verplichting van art. 5:2 Wft om een volledig, door de AFM goed te keuren, prospectus verkrijgbaar te stellen.

39 In dat geval geldt de uitzondering van art. 5:3 lid 1(b) Wft op de prospectusplicht. Vergelijk de Boterenbrood/MeesPierson-zaak, waarin (met name) vermogende beleggers werden benaderd die al in een soortgelijk onroerend goed fonds deelnamen en uit dien hoofde ‘sector kennis’ bezaten.

weten te vinden naar de website van Rockwool, alwaar de Brochure eveneens te vinden en te downloaden is, is voor de rechtbank geen aanleiding om van een andere doelgroep uit te gaan. Voor die consumenten zal gelden dat zij een verhoogd aandachtsniveau hebben en extra kritisch zullen zijn. Zij zullen zich wat de aan te leggen maatstaf betreft in weinig onderscheiden van bijvoorbeeld de eerder genoemde architect. De rechtbank zal daarom uitgaan van professionals die in hun beroep met brand, brandpreventie en brandveiligheid te maken hebben en die over een zekere mate van kennis op dit gebied beschikken'.⁴⁰ [curs. jpf]

De rechtbank gaat ook hier in beginsel bij het bepalen van de relevante doelgroep uit van de groep tot wie het document zich richt en/of die zij bereikt. De verhouding tussen deze twee afbakeningscriteria laat de rechtbank in het midden door het gebruik van de woorden 'en/of'. Uit het vervolg van de overweging blijkt, dat in dit geval aan het feitelijke *bereik* van de brochure veel gewicht wordt toegekend (verspreiding onder professionals; onder de aandacht brengen van vakbladen). Over de inhoudelijke *gerichtheid* bevat het vonnis geen concrete informatie. Aan het belang van het feitelijke bereik wordt door de rechtbank echter een grens gesteld. Consumenten die door de brochure worden 'bereikt' omdat deze ook op de website van Rockwool is geplaatst, tellen niet mee voor het bepalen van de relevante doelgroep. Die doelgroep blijft bestaan uit de bewust benaderde professionals. Bij de betreffende consumenten wordt een verhoogde alertheid verondersteld, zodat zij zich in weinig van professionals zullen onderscheiden. Anders dan in het hierboven weergegeven betoog van *Boll*, waarin de inhoudelijke gerichtheid het feitelijke bereik corrigeert, is in deze zaak voor de rechtbank aanvaardbaar dat het feitelijke bereik wordt gecorrigeerd door de nauwkeurigheid waarmee Rockwool de aanvankelijke verspreiding van de brochure heeft beperkt tot de professionele markt.⁴¹

Verkade is van mening dat de benadering van de rechtbank in de zaak Rockwool/Stybenex slechts in uitzonderingsgevallen opgaat. Een belangrijk punt dat hij daartoe aanvoert is, dat er van gescheiden verkoop- en reclamecircuits in de huidige maatschappij geen sprake meer is, mede door de komst van het internet. Het bereik van vrijwel alle reclame is daarom min of meer alomvattend. B2C- en B2B-mededelingen zijn niet meer van elkaar te onderscheiden.⁴² De observatie van Verkade moge opgaan voor veel consumptie(bulk)goederen, waarbij de fabrikant die de reclameboodschap opstelt geen idee heeft wie de afnemers van de goederen zullen zijn. Hij tracht simpelweg een zo groot mogelijk publiek te bereiken. Maar voor (het professionele segment van) de effectenmarkten ligt dit nu juist anders. In de hierboven behandelde arresten *Boterenbrood c.s./MeesPierson* en *De Boer c.s./TMF* ging het om een kleine groep geselecteerde beleggers die de gelegenheid kregen om in te gaan op een bijzondere propositie. MeesPierson en TMF wisten precies wie zij met hun proposities benaderden. Dit geldt overigens onder huidige recht in zijn algemeenheid nog sterker voor beleggingsondernemingen die een (adviserende) rol spelen bij de plaatsing van effecten bij hun cliënten. Zij hebben o.m. de verplichting om informatie over de cliënt in te win-

40 Rb. Amsterdam 19 januari 2011, IEPT 20110119 (Stybenex/Rockwool), r.o. 4.3.

41 Maar – als gevolg van de plaatsing op het internet – zonder dat de exclusiviteit van de doelgroep is gewaarborgd in de door Hirdes & Lusingh Scheurleer bedoelde zin, zie hierboven noot 36.

42 Verkade 2011, p. 12-15.

nen (*know your customer*)⁴³, een cliëntendossier aan te leggen⁴⁴ en een schriftelijke overeenkomst met de cliënt te sluiten.⁴⁵ Door dit alles is het op de effectenmarkten mogelijk om niet alleen de inhoudelijke gerichtheid, maar ook het (aanvankelijke) bereik van een prospectus of ppm in hoge mate op de beoogde doelgroep af te stemmen. *Juist* binnen de context van de effectenmarkten kan gesproken worden van gescheiden verkoop- en reclamecircuits.

De komst van het internet kan geen argument zijn om aan iedere mededeling die daarop wordt gepubliceerd een min of meer grenzeloos karakter toe te kennen. Het Europese Hof heeft dit onlangs bevestigd in de gevoegde zaken Pammer en Alpenhof.⁴⁶ Daarin gaat het om de bevoegdheid van de nationale rechter op grond van art. 15 lid 1(c) jo. art. 16 lid 1 EEX-Verordening.⁴⁷ Op grond van die bepalingen is in geval van een geschil over een consumentenovereenkomst de rechter van de woonplaats van de agerende consument (*forum actoris*) bevoegd, wanneer de wederpartij zijn commerciële activiteiten (mede) *richt* op die lidstaat. Het Hof heeft in deze context uitgemaakt dat sprake is van *gerichtheid* van een website op een lidstaat, wanneer de betreffende ondernemer de *intentie* tot uitdrukking heeft gebracht om commerciële betrekkingen aan te knopen met consumenten in die lidstaat. Daartoe heeft het Hof een niet-uitputtende lijst van aanwijzingen gegeven die op een dergelijke intentie kunnen wijzen en die voor het grootste deel betrekking hebben op de inhoud van de website. Het enkele feit dat de website *bereikbaar* is vanuit een bepaalde lidstaat is onvoldoende om rechtsmacht van de nationale rechter onder art. 15 lid 1 (c) jo. art. 16 lid 1 EEX-Verordening aan te nemen, want bereikbaarheid geldt voor alle websites.⁴⁸ Hiermee is door het Hof uitgemaakt dat juridisch gezien aan mededelingen op het internet wel degelijk een beperkte gerichtheid kan worden gegeven, die zwaarder weegt dan het feitelijke bereik.

Het Pammer en Alpenhof-arrest bevestigt dat een website zich al dan niet op een bepaalde *lidstaat* kan richten. In de Rockwool/Stybenex-uitspraak lijkt de rechtbank Amsterdam (impliciet) te hebben aangenomen dat de website van Rockwool gericht was op een bepaald deel van de *markt*, te weten professionals. Ook in de effectenmarkten is het sinds jaren gebruikelijk dat met elektronische prospectussen die betrekking hebben op ‘special products’ specifieke categorieën beleggers worden geadresseerd, bijv. door in vetgedrukte hoofdletters aan te vangen met de volgende waarschuwing:

IMPORTANT NOTICE. NOT FOR DISTRIBUTION TO ANY PERSON THAT IS NOT A QUALIFIED INVESTOR WITHIN THE MEANING OF THE PROSPECTUS DIRECTIVE. IF YOU ARE NOT A QUALIFIED INVESTOR, DO NOT CONTINUE.

43 Art. 4:23-24 Wft; art. 80a-d BGfo Wft.

44 Art. 4:89 lid 1 Wft.

45 Art. 4:89 lid 2 Wft.

46 HvJEG 7 december 2010, C-585/08 en C-144/09, NJ 2011, 164 m.nt. M.V. Polak (Pammer/Reederei Karl Schlüter en Hotel Alpenhof/Heller). Besproken door Wefers Bettink 2011.

47 Verordening 44/2001/EG van de Raad van 22 december 2000 betreffende de rechterlijke bevoegdheid, de erkenning en de tenuitvoerlegging van beslissingen in burgerlijke en handelszaken (*PbEU* 2001, L 12), laatstelijk gewijzigd 22 februari 2012 (*PbEU* 2012, L 50) (Brussel I).

48 Zie r.o. 75 e.v.

Al deze (praktische en juridische) ontwikkelingen bij elkaar genomen, lijkt het uitgangspunt dat bij plaatsing van een prospectus op het internet de kennis van de doorsnee consument-belegger noodzakelijkerwijs de invulling van het misleidingsbegrip bepaalt, geen recht te doen aan de werkelijkheid. De inhoud en inleiding van de betreffende website (de inhoudelijke gerichtheid) dient bepalend te zijn voor de afbakening van de doelgroep en daarmee ook voor het relevante kennis- en ervaringsniveau.

7.5 Prospectus gericht tot belegend publiek

7.5.1 *Gut Springenheide en World Online: de consument-maatman*

Reeds in de parlementaire geschiedenis bij de Wet van 1980 is aangegeven dat reclame die zich niet tot een gespecialiseerde kring richt beoordeeld moet worden vanuit de intelligentie en het voorstellingsvermogen van het gemiddelde publiek. Verdere invulling van deze beoordelingsmaatstaf is toen door de wetgever aan de rechter overgelaten.⁴⁹ Op 15 oktober 2008 trad de Wet OHP in werking, waarvan art. 6:193c BW voor het eerst in de wettekst zelf een maatstaf voor misleiding geeft in de persoon van ‘de gemiddelde consument’:

Art. 6:193c lid 1 BW

Een handelspraktijk is misleidend indien informatie wordt verstrekt die feitelijk onjuist is of die de gemiddelde consument misleidt of kan misleiden, al dan niet door de algemene presentatie van de informatie (...)

In de periode rond inwerkingtreding van de Wet OHP kreeg de Hoge Raad de gelegenheid zich uit te spreken over de misleidingsmaatstaf in twee zaken die aanhangig waren gemaakt door teleurgestelde beleggers. Het betreft de reeds genoemde arresten *De Boer c.s./TMF* en *World Online*.⁵⁰ In beide gevallen is op het feitencomplex het regime van art. 6:194 BW (oud) van toepassing, dat tot 15 oktober 2008 gold voor zowel bedrijfsmatig handelende partijen als consumenten. In het *World Online*-arrest, dat in deze inhoudelijk niet afwijkt van het *De Boer/TMF*-arrest, heeft de Hoge Raad het misleidingscriterium voor de consument-belegger als volgt geformuleerd:

Bij de beantwoording van de vraag of een prospectus misleidend is in de zin van art. 6:194 BW, moet worden uitgegaan van de vermoedelijke verwachting van een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger tot wie de mededeling zich richt of die zij bereikt. (...) van deze ‘maatman belegger’ mag verwacht worden dat hij bereid is zich in de aangeboden informatie te verdiepen, maar niet dat hij beschikt over specialistische of bijzondere kennis en er-

49 Kamerstukken II 1975-1976, 13 611, nr. 3, p. 10.

50 HR 30 mei 2008, NJ 2010, 622 m.nt. J.B.M. Vranken; JOR 2008/209 m.nt. B.J. de Jong (*De Boer c.s./TMF Financial Services*) en HR 27 november 2009, NJ 2014, 201 m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43 m.nt. K. Frielink (*World Online*).

varing (behoudens het geval dat de reclame zich uitsluitend op personen met dergelijke kennis en ervaring richt).⁵¹

Zo kwam in de arresten *De Boer/TMF* en *World Online* de particuliere ‘maatman-belegger’ tot leven. De Hoge Raad stelt daarmee een geobjectiverde maatstaf voor misleiding in geval van een publieke emissie, zoals die bij de beursgang van *World Online* aan de orde was. Het door de Hoge Raad aangelegde criterium is gebaseerd op de consument-maatman die het Europese Hof het licht heeft doen zien in het *Gut Springenheide*-arrest uit 1998.⁵² Uit het *World Online*-arrest volgt ook, dat dezelfde maatman dienst kan doen bij misleiding onder het regime van de *Wet OHP*, welke op het feitencomplex van *World Online* nog niet van toepassing was.⁵³ Daarmee heeft de Hoge Raad op voorhand invulling gegeven aan het kennis- en begripsniveau van ‘de gemiddelde consument’ van art. 6:193c lid 1 *BW*.

De Hoge Raad heeft in het *World Online*-arrest wel een ondeskundige consument-maatman, maar geen deskundige ‘professionele’ maatman gecreëerd. Daartoe bestond ook geen directe aanleiding, aangezien (een groot deel van) de benaderde beleggers in de *World Online* ipo ondeskundige en onervaren particulieren waren. Zij zijn in dat geval maatgevend voor de invulling van het misleidingsbegrip. Wel heeft de Hoge Raad – in de context van een beschouwing over het causale verband tussen misleiding en beleggingsbeslissing – een vingerwijzing gegeven over de te volgen behandeling van de professionele belegger op individueel niveau:

‘Overigens zal in het algemeen bij een professionele belegger, gelet op diens kennis van en ervaring met (het analyseren van) de beschikbare informatie en de relevante markt, eerder dan bij een particuliere belegger aanleiding kunnen bestaan voor de conclusie dat hij, ondanks de misleidende informatie in het prospectus, daardoor bij zijn beleggingsbeslissing niet daadwerkelijk is beïnvloed.’⁵⁴

Deze, weliswaar zeer algemene, vingerwijzing vormt een aanzet om in concrete misleidingskwesaties voor de deskundige professionele belegger een maatwerkoplossing te vinden via de schakel van het causale verband.⁵⁵ Deze staat als het ware garant voor een rechtvaardig eindresultaat in elk individueel geval.

51 R.o. 4.10.3, waarvan het tweede gedeelte reeds ter sprake kwam in par. 7.4 i.v.m. de verhouding tussen gerichtheid en bereik van het prospectus.

52 HvJEG 16 juli 1998, C-210/96, NJ 2000, 374, m.nt. D.W.F. Verkade bij NJ 2000, 375 (*Gut Springenheide*). Het arrest handelt over het al dan niet misleidend zijn van een bepaalde kwaliteitsaanduiding van eieren (‘verse 6-granen-eieren’) afkomstig van de Duitse hoeve *Springenheide*, maar heeft vanwege zijn algemene verwijzing naar *Richtlijn 84/450* (in r.o. 29) een veel bredere portée. Verkade merkt in zijn noot (sub 3) op, dat in het arrest de lat voor misleiding door het Europese Hof ‘eerder hoger dan lager’ is gelegd – i.e. er is minder snel sprake van misleiding – dan in de *MvT* bij de *Wet van 1980*, waar het criterium ‘de intelligentie en het voorstellingsvermogen van het gemiddelde publiek’ is.

53 Zie r.o. 4.10.2.

54 R.o. 4.11.2.

55 En waar mogelijk met gebruikmaking van het eigen schuld concept van art. 6:101 *BW*, dat eveneens op individueel niveau moet worden toegepast.

De Gut Springenheide-maatman is ter discussie gesteld in de zaken die hebben geleid tot de drie effectenleasearresten van de Hoge Raad uit 2009.⁵⁶ Door de agerende beleggers werd aangevoerd dat de *minder* – en niet de *gemiddeld* – op beleggingsgebied geïnformeerde consument als maatstaf zou moeten gelden, omdat de betreffende brochure zich met een complex product richtte tot een breed segment particulieren. In de Aegon-zaak wordt gesproken van informatie omtrent een product waarmee Aegon ‘zich richtte tot iedere Nederlander die maandelijks een bedrag van € 50 kon missen (hetgeen feitelijk een groot deel van de (met beleggingsproducten onbekende) Nederlandse bevolking betreft)’.⁵⁷ Bij gebrek aan eigen middelen werd een lening verstrekt, hetgeen het product voor een grote groep toegankelijk maakte. De Hoge Raad heeft de door beleggers bepleite maatstaf kortaf verworpen met de volgende overweging:

‘Het Hof heeft in rov. 3.42 de juiste, aan het arrest van het HvJEG van 16 juli 1998, C-210/96, NJ 2000/374 (Gut Springenheide) ontleende, maatstaf gehanteerd, die ook door de Hoge Raad is overgenomen [volgt verwijzing naar HR 30 mei 2008, NJ 2010, 622 (De Boer c.s./TMF), r.o. 4.2; jpf]. Voor een andere maatstaf, die uitgaat van een minder dan gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone consument, is geen plaats.’⁵⁸

Wanneer een breed (consumenten)publiek op de effectenmarkt wordt benaderd, is er kennelijk geen ruimte voor extra bescherming van de zwakkeren onder hen langs de band van het misleidingsbegrip. De gemiddelde consument van Gut Springenheide blijft de maatstaf voor misleiding. Dat neemt mijns inziens niet weg dat, wanneer *uitsluitend* een groep ‘wegens hun geestelijke (...) beperking, hun leeftijd of goedgelovigheid’ extra kwetsbare beleggers zou worden benaderd, op grond van art. 6:193a lid 2 BW wel degelijk een *lager* gemiddeld kennis- en ervaringsniveau als maatstaf zou moeten dienen. Een exclusieve benadering van een dergelijke groep was in de effectenleasezaken echter niet aan de orde.

Tenslotte is, in het kader van een bespreking van de aan te leggen misleidingsmaatstaf, de in de Verenigde Staten ontwikkelde gedachte van *differential disclosure* het vermelden waard. Deze gaat ervan uit dat het prospectus zowel heldere en beknopte informatie bevat voor de ‘average investor’ als meer gedetailleerde en technische informatie ten behoeve van de professionele belegger. Via laatstgenoemde wordt de technische informatie in de prijs verdisconteerd. Dit leidt tot zuivere koersvorming, waarvan ook de doorsnee particuliere belegger profiteert. Het principe van *differential disclosure* heeft in de Verenigde Staten de steun van de SEC⁵⁹ en vindt mogelijk ondersteuning in considerans (16) Prospectusrichtlijn 2003/71:

56 HR 5 juni 2009, NJ 2012, 182 m.nt. J.B.M. Vranken, JOR 2009/199 m.nt. C.W.M. Lieveise (De Treek/Dexia); HR 5 juni 2009, NJ 2012, 183 m.nt. J.B.M. Vranken (Levob/Bolle) en HR 5 juni 2009, NJ 2012, 184 m.nt. J.B.M. Vranken, JOR 2009/200 m.nt. C.W.M. Lieveise (Stichting Gedupeerden Spaarconstructie/Aegon). Over deze arresten o.m. Van Baalen 2009; Van Boom & Lindenberg 2010.

57 Aegon-arrest, r.o. 4.3.4.

58 Dexia-arrest, r.o. 4.5.3. In gelijke zin het Aegon-arrest, r.o. 4.3.5.

59 Loss & Seligman 2004, p. 184-187. Met name de voor- en achterpagina van het prospectus, de samenvatting en de risicofactoren moeten in – voor de ‘average investor’ begrijpelijk – ‘plain English’ worden opgesteld.

Considerans (16)

Een van de doelstellingen van deze richtlijn is het beschermen van beleggers. Het verdient bijgevolg aanbeveling met de uiteenlopende behoefte aan bescherming van de diverse categorieën beleggers rekening te houden, alsmede met hun deskundigheid. (...)

Hetzelfde prospectus zou in deze benadering (A) informatie die bestemd is voor de doorsnee belegger en daarnaast (B) informatie die specifiek is gericht op de professionele belegger bevatten. Doorwerking van dit beginsel in het onrechtmatige daadsrecht zou betekenen dat in het kader van de misleidingsvraag binnen hetzelfde prospectus informatiesoort (A) door de ogen van een consument-maatman en informatiesoort (B) door de ogen van een professionele maatman zou moeten worden beoordeeld. Wellicht kan dit worden bewerkstelligd door in het prospectus uitdrukkelijk te bepalen dat informatiesoort (B) zich uitsluitend tot professionele beleggers richt. Voorwaarde is dan wel, dat bij het bepalen van de misleidingsmaatstaf de inhoudelijke gerichtheid van het prospectus prevaleert boven het feitelijk bereik, zoals door mij hierboven wordt bepleit.⁶⁰ Een dergelijke benadering vindt geen steun in de World Online en De Boer/TMF-jurisprudentie van de Hoge Raad en is mij uit de praktijk dan ook niet bekend.

7.5.2 *Gut Springenheide vs. zorgplicht van financiële dienstverlener*

Vranken wijst er in zijn NJ-annotatie bij het De Boer/TMF-arrest op, dat de gemiddelde consument van Gut Springenheide ‘bij lange na’ niet het gehele consumentenrecht bestrijkt. Op andere deelterreinen – dan misleidende reclame en oneerlijke handelspraktijken – gelden andere maatstaven voor consumentenbescherming. Ook het consumentbegrip bij financiële dienstverlening moet onderscheiden worden van de Gut Springenheide consument.⁶¹

De Wft voorziet in een publiekrechtelijke zorgplicht voor financiële dienstverleners die zich onder meer vertaalt in diverse informatieplichten, een ‘ken-uw-cliënt-beginsel’ en een waarschuwingsplicht.⁶² De informatieverstrekking van financiële dienstverleners moet worden afgestemd op de *gemiddelde* consument die bereid is zich in de aangeboden informatie te verdiepen om na te gaan wat de kenmerken en risico’s van een financieel product zijn en om te achterhalen of het product voor hem geschikt is. Ruimte voor differentiatie bestaat in die zin, dat rekening kan worden gehouden met het kennisniveau van de specifieke doelgroep waarop de financiële dienstverlener zich richt. Laatstgenoemde mag ervan uitgaan dat de consument in staat is zijn eigen financiële positie in kaart te brengen.⁶³ Omdat in de parlementaire geschiedenis van de publiekrechtelijke zorgplicht wordt verwezen naar de *gemiddelde* consument, zou mijns inziens ook in dit verband van een maatman kunnen worden gesproken. Gelet op met name het ‘ken-uw-cliënt-beginsel’ en de waarschuwingsplicht van de financiële dienstverlener, geniet deze maatman een hoger niveau van bescherming dan de Gut Springenheide-maatman bij misleidende reclame. Dit hangt samen met

60 Zie par. 7.4.

61 Noot van Vranken bij HR 30 mei 2008, NJ 2010, 622 (De Boer e.s./TMF Financial Services), sub 3 en 8.

62 Zie i.h.b. art. 4:19 lid 2, 4:20, 4:24 lid 1 en 2 Wft.

63 Zie voor dit alles K.J.O. Jansen 2010, par. 4 met verwijzingen naar de parlementaire geschiedenis van de Wft.

het feit dat reclame collectief is en doorgaans plaatsvindt in het kader van een verkoop-/aanbiedingsrelatie, terwijl financiële dienstverlening een persoonlijk karakter heeft en veelal gepaard gaat met een adviesrelatie. Voor wat betreft de eigen verantwoordelijkheden hebben beide maatlieden gemeenschappelijke trekken. Van beiden wordt verwacht dat zij bereid zijn zich in de aangeboden informatie ‘te verdiepen’.

Naast de publiekrechtelijke zorgplicht wordt een privaatrechtelijke zorgplicht van financiële dienstverleners onderscheiden, die voortvloeit uit de precontractuele redelijkheid en billijkheid. Voor effectenleaseproducten is deze zorgplicht door de Hoge Raad uitgewerkt in de eerder genoemde effectenleasearresten uit 2009.⁶⁴ In zijn NJ-annotatie bij deze arresten onderscheidt Vranken een viertal niveau's van consumentenbescherming. Daarvan komt het Gut Springenheide-niveau bij misleidende reclame de consument het minst tegemoet. De meeste bescherming krijgt de consument in het kader van de bijzondere zorgplicht die rust op de aanbieder van een complex, risicovol product en die voortvloeit uit de precontractuele redelijkheid en billijkheid. Deze (privaatrechtelijke) zorgplicht strekt ertoe particuliere beleggers te beschermen tegen de gevaren van eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht. De reikwijdte ervan is afhankelijk van de omstandigheden van het geval, waaronder de mate van deskundigheid en relevante ervaring van de betrokken wederpartij, de ingewikkeldheid van het beleggingsproduct en de daaraan verbonden risico's.⁶⁵ Bij effectenleaseproducten resulteert dit erin dat een verplichting van de aanbieder van het product wordt aangenomen tot (1) het indringend waarschuwen voor het specifieke risico van een restschuld; (2) het doen van onderzoek naar de financiële positie en bestedingsruimte van de wederpartij; en (3) het zonedig adviseren om van de overeenkomst af te zien.⁶⁶ Wel mag van de consument worden verwacht dat hij zich redelijke inspanningen getroost om de effectenleaseovereenkomst te begrijpen. Maar fouten van de consument die uit lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht voortvloeien wegen in beginsel minder zwaar dan fouten aan de kant van de aanbieder waardoor deze in de zorgplicht is tekortgeschoten.⁶⁷ Hoewel Vranken in het kader van deze privaatrechtelijke zorgplicht een specifiek ‘beschermingsniveau’ onderscheidt, kan mijns inziens niet gesproken worden van een maatman. Bij de privaatrechtelijke zorgplicht is immers – anders dan bij misleiding, waar het gaat om de *gemiddelde* consument – het deskundigheids- en ervaringsniveau van de *individuele* wederpartij van belang.

7.5.3 *Pluriformiteit van de consument-maatman*

In het kader van de eerder gegeven karakterisering van het consumentenrecht⁶⁸ is reeds een globale typering gegeven van het Unierechtelijke consumentbegrip. Dat begrip is eenduidig en bestaat uit twee bestanddelen: 1. natuurlijke persoon; 2. niet handelen in het kader van beroep of bedrijf. Het relevante kennisniveau

64 Zie hierboven noot 65.

65 Noot Vranken bij Aegon-arrest, sub 6-8. Dexia-arrest, r.o. 4.8.4. Een heldere uitwerking van de bijzondere zorgplicht en de (resterende) eigen verantwoordelijkheid van de financiële consument geeft K.J.O. Jansen 2010.

66 Dexia-arrest r.o. 4.10.3 en 4.11.4.

67 Dexia-arrest, r.o. 5.6.2. De afweging van wederzijdse fouten vindt plaats bij het bepalen van de mate van eigen schuld van de consument ex art. 6:101 BW in het kader van de schadevergoedingsplicht van de aanbieder.

68 Zie par. 6.3.

van deze consument is, zoals gezegd, voor misleidende reclame uitgewerkt in het Gut Springenheide-arrest van het Europese Hof, dat door de Hoge Raad is overgenomen in de World Online en De Boer/TMF-arresten en is overeind gehouden in de effectenleasearresten. Om uit te maken of een verkoop bevorderende mededeling de koper kan misleiden, moet de nationale rechter uitgaan van de vermoedelijke verwachting van een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone consument.⁶⁹ Een dergelijke consument geldt sindsdien in het Europese consumentenrecht als ‘maatman’ voor de vraag of een verkoop bevorderende mededeling al dan niet misleidend is. Aan de hand van deze maatman dient de nationale rechter primair zijn eigen afweging m.b.t. de misleidingsvraag te maken.

Is de consument-maatman daarmee een in steen gebeitelde figuur die in elke situatie in dezelfde gedaante ten tonele kan worden gevoerd? Considerans (18) Richtlijn OHP schept op twee manieren ruimte voor flexibiliteit.⁷⁰ In de eerste plaats moet rekening gehouden worden met ‘maatschappelijke, culturele en taalkundige factoren’. Deze kunnen per lidstaat verschillen. De betekenis van de taalkundige factor voor prospectusaansprakelijkheid is evident en is dan ook in zekere mate verdisconteerd in de Prospectusrichtlijn. Deze bepaalt dat in een internationale emissie de lidstaat van ontvangst een vertaling van de samenvatting van het prospectus in de eigen taal mag verlangen.⁷¹ De AFM verlangt doorgaans geen Nederlandse vertaling van de samenvatting van een Engelstalig prospectus. Stel dat een dergelijk prospectus verspreid wordt in Engeland en Nederland, is dan het verschil in taalbeheersing een ‘taalkundige factor’ op grond waarvan in het kader van misleiding een hoger begripsniveau van de Engelse dan van de Nederlandse belegger mag worden aangenomen? Of stel dat uit onderzoek zou blijken dat de gemiddelde consument in Engeland aanzienlijk vaker belegt in effecten dan de gemiddelde Portugees – een ‘maatschappelijke factor’ –, moet dan voor de vraag of een prospectus op de Engelse markt misleidend is worden uitgegaan van een hoger kennis- en ervaringsniveau van de particuliere belegger dan op de Portugese markt? Differentiatie zou bij het beoordelen van prospectusaansprakelijkheid in een internationale emissie tot verschillende uitkomsten kunnen leiden per lidstaat waar het prospectus wordt verspreid. Evenmin is ondenkbaar dat dergelijke maatschappelijke factoren tot uiteenlopende beoordelingen binnen *dezelfde* lidstaat leiden.

Daarnaast schept considerans (18) jo. art. 5 lid 3 Richtlijn OHP ruimte voor het beoordelen van prospectusmededelingen vanuit een ander perspectief dan dat van de gemiddelde consument-belegger, wanneer het prospectus is gericht tot een specifieke groep beleggers. Het kennisniveau van het gemiddelde lid van de doelgroep is dan doorslaggevend.⁷²

69 HvJEG 16 juli 1998, C-210/96, NJ 2000, 374, m.nt. D.W.F. Verkade bij NJ 2000, 375 (Gut Springenheide), r.o. 37.

70 Over de – deels politieke – achtergronden van cons. (18) Richtlijn OHP, mede in het licht van het streven naar maximum harmonisatie van de Europese Commissie, zie de noot van Vranken bij HR 30 mei 2008, NJ 2010, 622 (De Boer c.s./TMF Financial Services), sub 9 en 10.

71 Art. 19 lid 2 en 3 Prospectusrichtlijn, geïmplementeerd in art. 5:19 Wft.

72 Een en ander zoals besproken in par. 7.4, met verwijzing naar HR 30 mei 2008, NJ 2010, 622 m.nt. J.B.M. Vranken; JOR 2008/209 m.nt. B.J. de Jong (De Boer c.s./TMF Financial Services). In de Wet OHP is hieraan vorm gegeven in art. 6:193a lid 2 BW, welke bepaling bij groepsgerichte mededelingen het gemiddelde groepslid in de plaats stelt van de gemiddelde consument. Verkade 2011, p. 33 spreekt van een ‘verfijning’ van de consument-maatman, waarbij de constructie van een eventuele professionele maatman zou kunnen aansluiten.

Er is al rechtspraak van het Europese Hof uit het tijdperk voorafgaand aan de Richtlijn OHP welke erop duidt dat er een vrije marge is voor de nationale rechter. Wegens taalkundige, culturele en sociale verschillen is het mogelijk dat een productaanduiding in de ene lidstaat niet misleidend is voor de consument en in een andere lidstaat wel.⁷³ Van Dam heeft erop gewezen dat het Hof hiermee ruimte maakt voor een pluriforme toepassing van de ‘gemiddelde consument’. De Richtlijn OHP sluit naadloos aan bij deze ‘pluriforme’ jurisprudentie van het Hof. Maar conceptuele pluriformiteit verhoudt zich moeilijk met de door de Richtlijn OHP nagestreefde maximale harmonisatie.⁷⁴

Bij het beoordelen van het potentieel misleidende karakter van een mededeling moet de rechter niet alleen uitgaan van de vermoedelijke verwachting van de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone consument – het Gut Springenheide criterium – maar moet hij ook alle relevante gegevens van de zaak in aanmerking nemen, waaronder (alle bestanddelen van) de gewraakte reclamemededeling. Deze kan misleidend worden door onvolledigheid, wanneer zij een omstandigheid weglaat die, indien zij bekend was geweest, een ‘aanzienlijk aantal consumenten’ van aankoop zou hebben doen afzien. Een en ander is door het Hof van Justitie uitgemaakt in het arrest Lidl Belgium.⁷⁵ Hoe de beide criteria zich precies tot elkaar verhouden wordt in het arrest niet erg duidelijk gemaakt. Van Dam merkt op dat sprake is van een normatief-juridisch begrip (de ‘gemiddelde consument’) en een kwantificeerbare, empirisch-economische maatstaf (een ‘aanzienlijk aantal consumenten’), die ‘twee kanten van dezelfde medaille’ zijn.⁷⁶ Daarmee voegt hij weinig duidelijkheid toe. Mij komt voor dat uit het arrest Gut Springenheide volgt, dat de kwantitatieve toets het criterium van de ‘gemiddelde consument’ waar nodig *aanvult*. Wanneer de nationale rechter de misleidingsvraag niet zonder aanvullend onderzoek op basis van de *vermoedelijke* verwachting van de gemiddelde consument kan oplossen,⁷⁷ kan hij de kwantitatieve benadering volgen en desgewenst een opinie- of deskundigenonderzoek gelasten.⁷⁸

7.5.4 Concrete eisen aan en verantwoordelijkheden van de consument-maatman

De consument-maatman die door het Europese Hof in het Gut Springenheide-arrest wordt neergezet en door de Hoge Raad in de World Online en De Boer/TMF-arresten is overgenomen is de ‘gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone consument’. Daarmee wordt volgens Verkade de lat voor gefundeerde misleidingsklachten hoog gelegd. Er mogen bij consumenten ‘heel

73 Aldus inzake het potentieel misleidende zakdoekjesmerk *Cotonelle* HvJEG 26 november 1996, C-313/94, NJ 1997, 621 (Graffione), r.o. 22; ten aanzien van de potentieel misleidende productnaam *Lifting* voor huidverstevigende crème HvJEG 13 januari 2000, C-220/98 (Estée Lauder), r.o. 29.

74 Zie Van Dam 2009. In par. 3 drukt de schrijver zich krachtig uit: ‘(...) met ’s Hofs ‘gemiddelde consument’ [is] in de richtlijn een Paard van Troje (...) binnengehaald dat de beoogde maximum harmonisatie in belangrijke mate ondermijnt’. Verkade 2011, p. 32 is van mening dat Van Dam een te grote ruimte voor pluriformiteit suggereert.

75 HvJEG 19 september 2006, C-356/04, NJ 2007, 18 m.nt. M.R. Mok (Lidl Belgium), r.o. 77-80. Op het kwantitatieve criterium van een ‘aanzienlijk aantal consumenten’ was overigens door het Hof al gepreludeerd in Gut Springenheide (r.o. 34) met verwijzing naar oudere rechtspraak.

76 Van Dam 2009, par. 2.2.

77 Daartoe wordt hij door het Hof van Justitie in Gut Springenheide, r.o. 31-32, ‘in de regel’ wel in staat geacht.

78 Arrest Gut Springenheide, r.o. 33-36 en 37, laatste volzin.

wat' misverstanden op basis van productinformatie voorkomen, zonder dat aan de producent of handelaar het verwijt van misleiding kan worden gemaakt.⁷⁹ Aan de *concrete* eisen die aan de consument-maatman-belegger mogen worden gesteld wordt in de genoemde jurisprudentie slechts beperkte invulling gegeven. In deze paragraaf wordt een poging tot enige mate van concretisering gedaan.

Allereerst is het uitgangspunt dat de maatman-belegger 'gemiddeld geïnformeerd' is. Verkade gaat er in zijn annotatie bij het Gut Springenheide-arrest van uit dat dit 'ten minste scholing tot en met de leerplichtige leeftijd' veronderstelt. Naar mijn mening is dit een absolute ondergrens die op de effectenmarkt weinig houvast biedt. Zo zal een consument die de middelbare school heeft afgerond en economie in zijn vakkenpakket had aanmerkelijk beter in staat zijn om financiële informatie in een prospectus op hoofdlijnen te begrijpen dan een consument die uitsluitend eindexamen in talen en geschiedenis heeft afgelegd. Een interpretatie die meer houvast biedt en verdedigbaar lijkt, is dat de consument 'gemiddeld geïnformeerd' wordt geacht te zijn ter zake van het onderwerp van de mededelingen, in het geval van World Online dus het beleggen in effecten. Dat houdt bijv. in dat hij het verschil tussen aandelen en obligaties kent en 'weet dat effecten niet alleen in waarde kunnen stijgen, maar ook in waarde kunnen dalen.'⁸⁰ Van de consument wordt niet verwacht dat hij over specialistische of bijzondere kennis en ervaring beschikt. Volgens Verkade komt dit mede tot uitdrukking in het feit dat gesproken wordt van een 'gewone' consument.

Een eis die wel mag worden gesteld aan de maatman-belegger en die ook spoort met het door Verkade aangelegde criterium van scholing tot de leerplichtige leeftijd, is dat hij geacht wordt de Engelse taal voldoende machtig te zijn om het prospectus te kunnen lezen en (althans taalkundig) te begrijpen. Dit lijkt te volgen uit het arrest van het Hof inzake World Online.⁸¹ Het feit dat deze vaardigheid bij de belegger aanwezig mag worden verondersteld is niet onbelangrijk. Vrijwel alle beursprospectussen worden tegenwoordig in het Engels geschreven.

Al vóór de geboorte van de 'maatman-belegger' in het arrest De Boer c.s./TMF in 2008 zijn in (de conclusies A-G bij) enkele arresten van de Hoge Raad indicaties gegeven omtrent het kennisniveau dat bij de belegger verondersteld mag worden. In een zaak waarin aan beleggers een jaarlijks rendement van 23,4% was voorgespiegeld bij investering in een hotel in Florida is *A-G Mok* van mening dat de belegger op de hoogte dient te zijn van de samenhang tussen rendement en risico:

'Van redelijk denkende beleggers mag verwacht worden dat zij begrijpen dat wanneer een rendement op aandelen geboden wordt dat (naar onbestreden vaststaat) aanzienlijk boven het normale rendement ligt, dit met risico's gepaard moet gaan.'⁸²

Interessant voor het vormen van een beeld welk niveau van scholing – en van daarop voortbouwend 'eigen denkwerk' – van een belegger mogelijk als uit-

79 Annotatie van Verkade bij NJ 2000, 375, sub 3.

80 Deze laatste vaardigheid is door de Hoge Raad met zoveel woorden aan de Gut Springenheide maatman-belegger toegedicht in het Aegon arrest (zie hierboven noot 64), r.o. 4.3.5.

81 Hof Amsterdam 3 mei 2007, JOR 2007/154 m.nt. M.W. den Boogert (World Online), r.o. 2.11.4, in cassatie in stand gelaten door de Hoge Raad (r.o. 4.13.1-2).

82 Conclusie A-G Mok sub 7.2 bij HR 20 december 1985, NJ 1986, 231 (Polynesian Hotel). De uitkomst van het arrest (: geen misleiding) is overigens zwaar bekritiseerd door Slagter 1986.

gangspunt kan dienen is het vonnis in de strafzaak waarin een bestuurder van Ahold werd vervolgd wegens publieksmisleiding bij een emissie.⁸³ De rechtbank overweegt het volgende:

‘De rechtbank overweegt daartoe nog dat het op basis van de cijfermatige en overige informatie als voorkomend in het prospectus betrekkelijk eenvoudig was uit te rekenen welke omzet aan welke dochtervennootschappen viel toe te rekenen. Die eis om ook zelfstandig ‘enig rekenwerk’ te verrichten mag gesteld worden aan de lezer van het prospectus en zeker aan een die overweegt in te schrijven op een emissie van een wereldconcern met op het tijdstip waarop het prospectus is uitgegeven een groot aantal binnen- en buitenlandse dochters.’⁸⁴

De rechtbank lijkt in deze laatste uitspraak aan de intellectuele ontwikkeling van de belegger hogere eisen te stellen dan ‘ten minste scholing tot en met de leerplichtige leeftijd’. Uiteraard is niet gezegd dat de maatstaf die de rechtbank aanlegt voor het strafrechtelijke concept van publieksmisleiding zonder meer geprojecteerd kan worden op het misleidingsbegrip van afdeling 6.3.3A/6.3.4 BW. Maar gedacht in termen van synergie tussen publiek- en privaatrecht kan een zekere doorwerking niet worden uitgesloten en zelfs wenselijk zijn.⁸⁵

De maatman-belegger is ‘omzichtig en oplettend’. Verkade interpreteert dit als ‘een consument die uitkijkt wat hij doet, weet dat hij niet alles weet, en weet dat hij niet alles voor zoete koek moet aannemen’. Hierbij sluit een volgend vereiste aan, dat de Hoge Raad expliciet aan de maatman-belegger stelt. Van hem mag worden verwacht dat hij bereid is zich in de aangeboden informatie te verdiepen. Zoals eerder bleek, wordt – buiten het terrein van misleidende reclame en oneerlijke handelspraktijken – ook van de consument die financiële diensten afneemt verwacht dat hij de bereidheid heeft zich in de verstrekte informatie te verdiepen. Van de consument die toetreedt tot een effectenleaseovereenkomst mag worden verwacht dat hij zich redelijke inspanningen getroost om die overeenkomst te begrijpen. In al deze gevallen lijkt het om een zelfde type inspanningsverplichting te gaan die kennelijk binnen de financiële sector een centrale plaats inneemt in het consumentenprofiel.⁸⁶

De bereidheid van de maatman-belegger om zich in de aangeboden informatie te verdiepen lijkt meer in te houden dan uitsluitend het kennisnemen van de informatie door deze te lezen. Wanneer slechts lezen zou zijn bedoeld, is onduidelijk waarom de Hoge Raad er in het World Online-arrest niet mee volstaat dat te expliciteren. Ook de interpretatie van Verkade in zijn noot bij Gut Springenheide dat de consument ‘niet alles voor zoete koek moet aannemen’ wijst op een verdergaande verplichting dan uitsluitend het lezen van informatie. De vraag is wat deze verdergaande verplichting in concreto zou kunnen inhouden. Wellicht kunnen de effectenleasearresten inspiratie bieden. In het Dexia-arrest worden enkele – door de Hoge Raad gesauveerde – overwegingen van het Hof weergegeven terzake van hetgeen van de belegger mag worden verwacht in het kader van zijn precontractuele onderzoeksplicht:

83 Art. 47 (oud) Wte 1995.

84 Rb. Amsterdam 22 mei 2006, JOR 2006/178 m.nt. P.M. van der Zanden (Ahold).

85 Zie voor het – voorheen geldende – strafrechtelijke concept van publieksmisleiding par. 2.1.3 en voor doorwerking van nationaal publiekrecht in privaatrechtelijke normen par. 4.2.

86 Zie ook hierboven par. 7.5.2.

‘Het Hof Heeft het beroep op dwaling verworpen. Zijn overwegingen (...) komen op het volgende neer. Wie een overeenkomst aangaat, moet voorkomen dat hij de overeenkomst sluit onder invloed van een onjuiste voorstelling van zaken. Hij heeft derhalve een onderzoeksplicht. Van degene die een overeenkomst aangaat, mag in ieder geval worden verlangd dat hij *kennisneemt* van de inhoud van de overeenkomst en van de eventuele daarop toepasselijke voorwaarden en deze stukken *aandachtig en met de nodige oplettendheid bestudeert*. (...) Indien voormelde stukken onduidelijkheden bevatten, mag van hem tevens worden verlangd dat hij daarover *vragen stelt*. Indien [de strekking van de overeenkomst; parafraze jpf] voor De Treek onvoldoende duidelijk was, had het op zijn weg gelegen zich, *al dan niet met hulp van anderen*, inspanningen te getroosten de strekking van de overeenkomst wél te begrijpen.’⁸⁷ [curs. jpf]

De gecursiveerde passages maken duidelijk dat de onderzoeksplicht van een consument-afnemer van een effectenleaseproduct bestaat uit de verplichting tot (1) kennismaking (lezing) van de overeenkomst; (2) aandachtige en oplettende bestudering daarvan; (3) het stellen van vragen in geval van onduidelijkheden; en (4) het zonodig inschakelen van (deskundige) derden. Naar mijn mening mag ervan worden uitgegaan dat de Gut Springenheide maatman bij het ‘zich verdiepen in de aangeboden informatie’ tenminste overgaat tot (1) kennismaking/lezing en (2) aandachtige en oplettende bestudering. Het verschil tussen die twee is uit de aard der zaak vaag. Het misleidende karakter van de informatie wordt niet weggenomen door (3) de mogelijkheid vragen te stellen of nadere inlichtingen te verkrijgen.⁸⁸ Dat neemt niet weg dat de consument-belegger die nalaat vragen te stellen terwijl daar aanleiding voor is en hem hiertoe uitdrukkelijk de gelegenheid wordt geboden, het risico loopt een mogelijk beroep op dwaling te verspelen dan wel met een eigen schuld verweer te worden geconfronteerd.

Is prospectusinformatie niet misleidend zolang deze te begrijpen is door (4) een deskundig adviseur, die de maatman-belegger dan maar had moeten inschakelen? Het antwoord moet naar mijn mening ontkennend luiden. Art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn 2003/71, dat (deels) correspondeert met het misleidingsbegrip,⁸⁹ stelt de eis dat de belegger zelf – en niet diens adviseur – zich een verantwoord oordeel over de uitgevende instelling moet kunnen vormen op basis van het prospectus. Er is dus vanuit het oogpunt van synergie met het publieke effectenrecht geen reden om voor misleiding een andere maatstaf dan het begripsvermogen van de belegger zelf aan te leggen.⁹⁰ Ook overigens biedt het civiele recht daarvoor geen aanknopingspunten. Het enkele feit dat een koper niet deskundig is, vormt op zichzelf geen reden voor het aannemen van een verplichting om een deskundige in te schakelen. De koper verspeelt daardoor in beginsel niet een mogelijk beroep op dwaling.⁹¹ Daar komt bij dat de consument-belegger de mededelingen in het prospectus doorgaans zal beschouwen als afkomstig van personen die hij als deskundig mag aanmerken. Op dergelijke mededelingen mag hij

87 Dexia-arrest, r.o. 4.4.2.

88 Aldus HR 8 mei 1998, NJ 1998, 888 m.nt. J.M.M. Maeijer en D.W.F. Verkade; JOR 1998/110 m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol en C.J. Groffen (Boterenbrood c.s./MeesPierson), r.o. 3.5.

89 Zie par. 5.5.3.

90 Zulks temeer gezien het feit dat de inmiddels ingetrokken Noteringsrichtlijnen 80/390 (art. 4 lid 1) en 2001/34 (art. 21 lid 1) nog bepaalden dat ‘beleggers en hun beleggingsadviseurs’ zich op basis van het prospectus een verantwoord oordeel moeten kunnen vormen. Oordeelsvorming van de beleggingsadviseur komt in art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn 2003/71 niet als maatstaf terug.

91 Tjittes 1994, p. 63 met verwijzing naar HR 21 december 1990, NJ 1991, 251 (Van Geest/Nederlof).

in beginsel afgaan.⁹² Het voorgaande kan anders komen te liggen wanneer de belegger reden heeft om aan de juistheid van de informatie te twijfelen.

Daarbij aansluitend kan de vraag worden gesteld in hoeverre de maatman-belegger mag afgaan op berichtgeving in de media. Dit is een vraag die in het kader van het misleidingsbegrip aan de orde komt in de World Online-zaak. Beleggers stellen dat het woord ‘*transferred*’ in het prospectus onvoldoende duidelijk maakt dat CEO Brink een deel van haar aandelen voorafgaand aan de beursintroduktie definitief heeft vervreemd, onder meer omdat het in verschillende media niet als zodanig is uitgelegd. Zij leiden daaruit af dat het prospectus op dit punt misleidend is. Een tweetal media heeft wel de goede uitleg gegeven. Het Hof overweegt als volgt:

‘Dat in een groot aantal gevallen journalisten anders hebben geschreven over het aandelenbezit van Brink ten tijde van de beursgang moet zijn verklaring vinden in de omstandigheid dat dezen hun artikelen zonder (grondige) lezing van het prospectus zullen hebben geschreven. Ook voor een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger die de Engelse taal voldoende machtig is en kennis heeft genomen van het prospectus, kan duidelijk zijn geweest dat Brink een groot deel van haar aandelenbezit World Online ruim voor de beursgang van de hand had gedaan (...).’⁹³

In de kern luidt het oordeel van het Hof – dat wordt gegeven in de context van het *misleidingsbegrip* – dat de maatman-belegger niet op berichten in de media mag afgaan, maar geacht wordt zelf het prospectus te lezen. Het al dan niet misleidend zijn van het prospectus wordt derhalve niet beïnvloed door berichtgeving in de media.

7.6 Een deskundige maatman?

7.6.1 *Indicatoren in het publieke effectenrecht*

Zoals al werd opgemerkt, heeft de Hoge Raad in het World Online-arrest geen professionele maatman gecreëerd. Volstaan is met de overweging in het kader van de causaliteit dat een ‘professionele belegger’ in het algemeen minder snel door misleidende informatie daadwerkelijk in zijn beleggingsbeslissing zal zijn beïnvloed dan een particuliere belegger.⁹⁴ De contouren van relevante kennis en deskundigheid van deze professionele belegger worden in het World Online-arrest niet uitgetekend.

Eerder zijn uit het publieke effectenrecht enkele concrete indicatoren voor de bij een belegger aanwezig geachte kennis en ervaring gedistilleerd.⁹⁵ Transponering van deze indicatoren naar het civiele recht – ofwel doorwerking – kan een bijdrage leveren aan de vorming van twee mogelijke maatman-beleggers die beï-

92 Tjittes 1994, p. 60.

93 Hof Amsterdam 3 mei 2007, JOR 2007/154 m.nt. M.W. den Boogert (World Online), r.o. 2.11.4. De Hoge Raad laat dit oordeel van het Hof in stand (r.o. 4.13.1-2).

94 R.o. 4.11.2.

95 Zie par. 5.5.4.3.

den een hoger kennis- en ervaringsniveau hebben dan de Gut Springenheide maatman:

a. De gekwalificeerde maatman-belegger

Deze wordt verondersteld een algemene en brede kennis van de effectenmarkten te hebben en de grenzen van zijn eigen deskundigheid en ervaring te kennen. Mocht zijn deskundigheid leemtes vertonen, dan dient hij zich ter zake te laten adviseren. Laat hij dit na, dan kan hij geen beroep doen op gebrek aan deskundigheid. Het feit dat hij als professional handelt prevaleert.⁹⁶

b. De deskundige en ervaren particuliere maatman-belegger

Bijzondere deskundigheid en ervaring van de particuliere belegger worden in het publieke effectenrecht met name afgeleid uit het aantal door hem verrichte (significante) transacties op de financiële markten. Daarbij wordt bijv. gekeken naar de track-record die de belegger heeft opgebouwd gedurende de laatste twee jaar respectievelijk de voorgaande vier kwartalen. Ook zijn netto eigen vermogen en/of de omvang van zijn effectenportefeuille wordt in aanmerking genomen. Professionele ervaring in de financiële sector weegt eveneens mee.⁹⁷

Een variatie op de sub b bedoelde deskundige particuliere maatman kan gevonden worden in het De Boer/TMF-arrest. Daarin wordt impliciet erkend dat een groep ‘personen die ervaring in de zakenwereld hebben’ een eigen maatman kan voortbrengen, mits de informatie zich uitsluitend tot deze personen richt of deze bereikt.⁹⁸

Voor beide maatlieden geldt dat zij in het kader van het misleidingsvraagstuk alleen een rol kunnen spelen in gevallen waarin de informatie zich *uitsluitend* tot hun eigen groep richt en niet ook tot de consument-maatman. In de praktijk is dit doorgaans het geval bij een ‘gerichte’ private placement, niet bij een publieke emissie. In het kader van het onderzoek naar al dan niet aanwezig causaal verband kunnen de algemene karakteristieken van deze maatlieden wel meewegen, maar zullen de concrete omstandigheden van het individuele geval de doorslag geven.

7.6.2 *Inspiratie in het Amerikaanse effectenrecht*

In 1988 heeft C.E. Fletcher, destijds hoogleraar aan de University of Cincinnati College of Law, op basis van een grote hoeveelheid jurisprudentie onderzocht aan de hand van welke criteria beleggers door de US courts als deskundig en ervaren (*sophisticated*) worden gekwalificeerd en op welke wijze door de rechter in het kader van misleiding (*securities fraud*) met *sophistication* wordt omgegaan.⁹⁹ In een appendix somt hij de verschillende factoren op die uit zijn jurisprudentieonderzoek naar voren komen. Wellicht kunnen deze (deels) de indicatoren

96 Zie par. 5.5.4.3 sub a en b, met verwijzing naar publiekrechtelijke regelgeving.

97 Zie par. 5.5.4.3 sub c, met verwijzing naar publiekrechtelijke regelgeving.

98 HR 30 mei 2008, NJ 2010, 622 m.nt. J.B.M. Vranken; JOR 2008/209 m.nt. B.J. de Jong (De Boer c.s./TMF Financial Services), r.o. 4.2.

99 Fletcher 1988.

ontleend aan het Nederlandse publieke effectenrecht aanvullen. Fletcher deelt zijn indicatoren in drie categorieën in:

- a) *Financieel en zakelijk inzicht*¹⁰⁰
beleggingservaring; professionele status; historie met risicovolle beleggingen; werkervaring bij overheid, zakenleven of in de effectenbranche; algemene bekendheid met effectentransacties;
- b) *Individuele eigenschappen*
kennis van de activiteiten van brokers; opleiding; toegang tot relevante informatie; intelligentie; leeftijd;¹⁰⁰ vermogen en inkomen; en
- c) *Gedrag met betrekking tot de eigen beleggingen*
regelmatige consultatie met beleggingsadviseurs; aantal beleggingsrekeningen; lidmaatschap van beleggingsclubs; belegd bedrag; nauwgezet volgen van eigen beleggingsresultaten; bijwonen van congressen over beleggen; abonnementen op financiële of beleggingstijdschriften; volgen van financiële TV-programma's; lezen van transactie-afschriften inzake de eigen beleggingsrekeningen.

Allereerst valt op, dat de meeste indicatoren betrekking hebben op algemene kennis van financiën en beleggen. Bijzondere kennis van de sector waarin men belegt ontbreekt en hoort mijns inziens ook in het rijtje thuis. Wellicht kan sector kennis begrepen worden onder 'werkervaring in (de relevante sector van) het zakenleven' of in 'toegang tot relevante (sectorale) informatie'. Een andere observatie is, dat geen van de indicatoren de belegger beschermt tegen misleiding in de vorm van pure vervalsing of verzwijging van interne gegevens door de uitgevende instelling. Daartegen is ook voor de deskundige en ervaren belegger geen kruid gewassen.

Financiële gegoedheid – de indicator 'vermogen en inkomen' – van de (particuliere) belegger wordt in de Amerikaanse effectenwetgeving gezien als een reden voor minder bescherming.¹⁰¹ In het kader van misleiding wordt financiële gegoedheid door de US courts gezien als een indicatie van *sophistication*. Fletcher plaatst hier – m.i. terecht – kanttekeningen bij:

'Although courts should consider an investor's ability to bear economic risk, they should also be sensitive to the fact that rich investors can do stupid things. Indeed, the wealthy but naive investor is arguably the most vulnerable to securities fraud.'¹⁰²

Een enkele bepaling van het Nederlandse publieke effectenrecht lijkt de kant op te gaan van het hanteren van financiële gegoedheid als indicator voor professionaliteit. Gedoeld wordt bijv. op art. 3 lid 1(b) Besluit definitiebepalingen Wft, op

100 Ik citeer Fletcher (p. 1151): 'The very old and the very young are particularly vulnerable to predation in securities transactions. Thus, extremities of age suggest a lack of sophistication.'

101 Zo zijn onder section 4(6) Securities Act 1933 kleine aanbiedingen aan 'accredited investors' vrijgesteld van de prospectusplicht. 'Accredited investor' is volgens Rule 501 onder meer 'any natural person whose individual net worth, or joint net worth with that person's spouse, at the time exceeds \$ 1,000,000.' Voor deze berekening telt, sinds een wijziging in 2010, het eigen huis niet mee als een *asset* en gedekte hypothecaire schuld niet als een *liability*. Ongedekte hypothecaire schuld telt wel mee als een *liability*. Men ziet de kredietcrisis zijn sporen trekken door de Amerikaanse regelgeving. Ook personen met een individueel inkomen van meer dan \$ 200,000 per jaar (of \$ 300,000 samen met hun echtgenoot/-note) zijn 'accredited investors', mits zij een 'reasonable expectation' hebben dat hun inkomen gelijk blijft.

102 Fletcher 1988, p. 1152.

grond waarvan personen met een netto eigen vermogen van € 10 miljoen of meer, die tenminste gedurende twee aaneengesloten jaren gemiddeld twee keer per maand actief zijn geweest op de financiële markten, als professionele marktpartij worden gekwalificeerd. Om de door Fletcher genoemde redenen kunnen mijns inziens bij de invoering van dergelijke maatstaven in de wet de nodige kanteekeningen worden geplaatst. Financiële gegoedheid is in het kader van beleggersbescherming een factor van geheel andere orde dan kennis en ervaring.

Door de Hoge Raad is financiële draagkracht van de belegger aangevoerd als in aanmerking te nemen factor in de effectenleasearresten van 2009. Maar het verband tussen financiële draagkracht enerzijds en kennis en ervaring (*sophistication*) van de belegger anderzijds is in die arresten niet gelegd.¹⁰³

De indicatoren lijken in beginsel te zijn gericht op de niet-gekwalficeerde belegger. Naar de mening van Fletcher worden *institutionele* beleggers¹⁰⁴ per definitie geacht ‘sophisticated’ te zijn:

‘The appropriateness of presuming that all institutional investors are sophisticated deserves one final word. Such a presumption should exist, and it should be a conclusive presumption. As Dean Robert Clark has written: ‘Institutional investors are usually sophisticated and powerful enough to demand and get the information they need before committing their money. The legal system does not have to protect them with a superimposed mandatory disclosure system.’ Indeed, courts seem inclined to consider institutional investors at least *prima facie* sophisticated. (...) Although some institutions may lack sophistication in investment matters, the law should encourage them to have sophisticated parties invest on their behalf.’¹⁰⁵

Eerder werd geconstateerd dat ook het Europese en Nederlandse publieke effectenrecht uitgaat van een *presumption of sophistication* ten aanzien van de gekwalificeerde belegger. Niet zijn daadwerkelijke kennisniveau is bepalend voor de mate van bescherming die hij geniet, maar het feit dat hij als professional handelt.¹⁰⁶

Over de wijze waarop de rechter zich van de genoemde indicatoren zou moeten bedienen merkt Fletcher op:

‘It should be emphasized that these considerations are *merely relevant*, and none should determine the outcome of a sophistication inquiry. Rather, courts should review the criteria as a whole, shifting emphasis as appropriate from case to case.’¹⁰⁷

103 HR 5 juni 2009, NJ 2012, 182 m.nt. J.B.M. Vranken, JOR 2009/199 m.nt. C.W.M. Lieveise (De Treek/Dexia); HR 5 juni 2009, NJ 2012, 183 m.nt. J.B.M. Vranken (Levob/Bolle) en HR 5 juni 2009, NJ 2012, 184 m.nt. J.B.M. Vranken, JOR 2009/200 m.nt. C.W.M. Lieveise (Stichting Gedupeerden Spaarconstructie/Aegon) Financiële gegoedheid is in die arresten ingezet in het kader van de causaliteit. De gedachte is, dat een financieel niet-draagkrachtige belegger risico-mijdend is en dat daarom het achterwege laten van een indringende waarschuwing aan zijn adres ten aanzien van de risico’s van het product een *conditio sine qua non* is voor het nemen van de beleggingsbeslissing. Met andere woorden: als de niet-draagkrachtige belegger was gewaarschuwd, had hij niet belegd. Zie bijv. het arrest De Treek/Dexia, r.o. 5.5.1-5.5.3.

104 Deze categorie valt naar Nederlands recht voor een belangrijk deel samen met ‘gekwalficeerde beleggers’. Zie Bijlage II sub 1(i) MiFID jo. de van Bijlage II afgeleide definitie van ‘gekwalficeerde belegger’ in art. 1:1 Wft. Zie ook art. 2 lid 1(e) Prospectusrichtlijn 2003/71.

105 Fletcher 1988, laatste twee alinea’s.

106 Zie par. 5.5.4.3 sub a en b.

107 Fletcher 1988, tweede alinea van appendix.

Fletcher gelooft dus niet in het bestaan van één ervaren en deskundige maatman-belegger. Per geval hebben immers telkens weer andere wegingsfactoren de overhand. Verkade lijkt – niet specifiek in het kader van de effectenmarkt, maar in het algemeen – wél van mening te zijn dat het mogelijk is om voor B2B-reclame ‘extrapolerenderwijs de maatman te vinden in de *gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone beroeps- of bedrijfsbeoefenaar*.’ Het gaat dan om het gemiddelde lid van de doelgroep van beroeps- of bedrijfsgenoten waarop de reclameboodschap zich richt. Verkade noemt als voorbeelden van dergelijke doelgroepen autohandelaren, installateurs en café-exploitanten.¹⁰⁸ Het probleem op de effectenmarkt is, dat deze uit zoveel verschillende soorten spelers en niches bestaat, dat het aanzienlijk problematischer is om tot een zinvolle afbakening van gespecialiseerde groepen beleggers te komen die een maatman kunnen voortbrengen. Een dergelijke afbakening is noodzakelijk om aan de maatman voldoende profiel te geven. Een maatman voor *alle* beleggers van wie de kennis en ervaring die van de consument-maatman te boven gaat zou een dermate afgevlakte figuur zijn, dat hij bij de beantwoording van de misleidingsvraag geen rol van betekenis kan spelen.

7.7 Categorisering van prospectusinformatie in het licht van misleiding

Het is zinvol om de vele mededelingen die in een prospectus aan de belegger worden gedaan in te delen in een aantal categorieën, die elk vanwege hun eigen aard op een verschillende wijze benaderd zouden kunnen worden vanuit de optiek van potentiële misleiding. Zonder de pretentie van volledigheid kan de hierna volgende indeling worden gehanteerd:

1. Feitelijke informatie

1.1 interne niet-openbare feiten – feitelijke informatie die de toestand van de u.i. betreft en niet (in geordende vorm) openbaar is, bijv. productieproces, verdienmodel, dreigende claims of procedures, verlies van een belangrijke klant.

1.2 interne openbare feiten – feitelijke informatie betreffende de toestand van de u.i. die uit openbare bron gekend kan worden, bijv. aandelenkapitaal, samenstelling van bestuur en raad van commissarissen en hun bezoldiging; balans en winst- en verliesrekening (Handelsregister, statuten en jaarrekening); gepubliceerde koersgevoelige informatie, bijv. winstwaarschuwing, acquisitie, vertrek van CEO (media, persberichten).

1.3 externe (doorgaans openbare) feiten – feitelijke informatie betreffende de markt(en) waarin de u.i. actief is, de op haar toepasselijke regelgeving, statistische informatie.

2. Committerende mededelingen

2.1 verantwoordelijkheidsverklaring – verklaring van (doorgaans) de u.i. dat zij verantwoordelijkheid aanvaardt voor de inhoud van het prospectus.

2.2 emissieproces – toezeggingen omtrent (o.m.) inschrijvingstermijn voor de emissie, bandbreedte van de prijs per aandeel, in te dienen noteringsaanvraag bij een beurs, toewijzingssysteem.

2.3 lock-up - verplichting van de u.i. (en bestuurders/zittende aandeelhouders) om tot 180 dagen na introductie geen effecten uit te geven of te vervreemden.

2.4 use of proceeds – toezegging omtrent de bestemming van de emissie-opbrengst, bijv. herfinanciering van bankschulden of nieuwe investeringen.

2.5 dividendbeleid – toezegging omtrent het te volgen beleid inzake uitkering van dividend, bijv. 40% van het operationele resultaat.

2.6 corporate governance beleid – toezegging dat de Nederlandse Corporate Governance Code zal worden toegepast, met vermelding van eventuele afwijkingen (*comply or explain* principe).

2.7 strategie – toezegging omtrent de door de u.i. te volgen strategie, bijv. organische groei of groei door acquisities, focus op bepaalde (bestaande of nieuwe) markten, ontwikkeling van nieuwe producten.

3. Inschattende/beoordelende (deels toekomstgerichte) mededelingen

3.1 risicofactoren – bijv. rente- en valutarisico, wijziging van marktomstandigheden, wijziging van toepasselijke regelgeving, geen synergie na het doen van acquisities, vertrek van ‘key employees’.

3.2. operating and financial review (OFR) – bespreking van de financiële toestand van de u.i. ‘door de ogen van het management’ aan de hand van de laatste drie jaarrekeningen.

3.3 tendensen/significant change – bekende tendensen met een verwacht toekomsteffect; negatieve wijzigingen van betekenis sinds de laatste jaarrekening of bevestiging dat deze er niet zijn.

3.4 winstprognoses – niet verplicht en hoogst uitzonderlijk in Wft-prospectussen.

3.5 working capital statement – verklaring van de u.i. dat het werkkapitaal naar haar oordeel toereikend is voor een periode van twaalf maanden na de datum van het prospectus.

3.6 material contracts – naar het oordeel van de u.i. ‘belangrijke’ overeenkomsten aangegaan buiten de normale bedrijfsuitoefening.

4. Caveats en disclaimers

4.1 overdrachtsbependingen – caveat aan de belegger dat in bepaalde jurisdicties het prospectus niet verspreid en de effecten niet verhandeld mogen worden volgens het nationale effectenrecht.

4.2 disclaimer t.b.v. lead manager – afwijzing door de lead manager van iedere verantwoordelijkheid of aansprakelijkheid voor de inhoud van het gehele prospectus.

Een ex art. 5:2 Wft verplicht prospectus, dat moet voldoen aan de inhoudelijke vereisten van de Prospectusverordening, zal doorgaans alle bovengenoemde informatiecategorieën bevatten. Voor een private placement memorandum (ppm) of ander onverplicht informatiedocument is dit meestal niet het geval. De indeling abstraheert van bepaalde grijze zones die zich in werkelijkheid manifesteren. Zo is het niet altijd mogelijk om feitelijke informatie en inschattende mededelingen scherp van elkaar te scheiden. Risicofactoren bevatten feiten en bouwen daarop voort; de OFR bevat financiële gegevens en bouwt voort op de jaarrekening. Ook committerende mededelingen kunnen voortbouwen op feitelijke informatie.

Bij beursgenoteerde ondernemingen zal sprake zijn van aanzienlijk meer interne openbare feiten dan bij niet-beursgenoteerde ondernemingen. Laatstgenoemde hebben immers niet de verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld te publiceren.

Committerende en inschattende mededelingen zullen doorgaans een bepaalde mate van onzekerheid in zich bergen. De uitgevende instelling doet er goed aan deze onzekerheid te expliciteren door bij deze mededelingen een uitdrukkelijk

voorbehoud in het prospectus te maken. De onzekerheid en het voorbehoud moeten door de belegger in aanmerking worden genomen bij het nemen van zijn beleggingsbeslissing. Voorzien van een expliciet voorbehoud zullen committerende en inschattende mededelingen in het algemeen minder snel tot misleiding leiden. Ontbreekt een voorbehoud en komt het commitment of de inschatting niet uit, dan zou de rechter dezelfde gedachtegang kunnen volgen als de Reclame Code Commissie in de Vedior zaak.

Bij een emissie van certificaten Vedior worden door Vedior en lead manager Morgan Stanley advertenties in (o.m.) de landelijke dagbladen uitgebracht, waarin zonder voorbehoud wordt aangekondigd dat de prijs per certificaat tussen de NLG 33 en NLG 37 zal bedragen. Vervolgens wordt alsnog besloten de bandbreedte te verhogen tot NLG 40. De RCC acht de advertenties misleidend *door onvolledigheid* omdat een duidelijk voorbehoud ontbreekt.¹⁰⁹

Enigszins gewrongen is de redenering van de Reclame Code Commissie wel. Op de datum van de advertentie zelf kan de inhoud daarvan niet als misleidend worden gekwalificeerd, ervan uitgaande dat *toen* het onvoorwaardelijke voornemen bestond om vast te houden aan de oude bandbreedte met een maximum van NLG 37 en dat pas later tot de verhoging is besloten. Het ontbreken van het voorbehoud was *op dat moment* conform de werkelijkheid. De misleiding is in feite pas ingetreden door de latere gang van zaken. Geprojecteerd op het prospectus staat dit op enigszins gespannen voet met het beginsel *'the prospectus speaks as of its date'*. Wellicht moet, in de lijn van de Reclame Code Commissie, op dit beginsel een uitzondering worden gemaakt voor toekomstgerichte mededelingen. Een andere mogelijkheid zou zijn om in een geval als het onderhavige niet te spreken van onrechtmatigheid door misleiding, maar door handelen in strijd met de maatschappelijke zorgvuldigheid gelegen in het afwijken van de eerder aan beleggers voorgespiegelde handelwijze. Hoewel dit juridisch gezien wellicht een zuiverder benadering is, is het nadeel ervan dat de belegger onder art. 6:162 BW zal moeten ageren en daarmee het voordeel van de bewijslastomkering van art. 6:193j/195 BW verliest.

Aan committerende en inschattende mededelingen liggen doorgaans bepaalde feiten of feitelijke premissen ten grondslag. Deze zullen per de datum van het prospectus juist en volledig moeten zijn. Is dat niet het geval, dan is de betreffende mededeling naar mijn mening hoe dan ook misleidend. Zo zou in de Vedior-zaak de advertentie, ook als deze een duidelijk voorbehoud had bevat, toch misleidend zijn wanneer ten tijde van plaatsing al een (voorlopig) besluit tot verhoging van de bandbreedte was genomen. Het niet vermelden van dat besluit maakt de feitelijke basis van het commitment in de advertentie onvolledig en wordt niet gerepareerd door het voorbehoud.

Caveats en disclaimers hebben als doel de belegger te waarschuwen en de uitgevende instelling en/of de lead manager expliciet van aansprakelijkheid te verschonen. Zij hebben voor de belegger weinig tot geen informatieve waarde. Aansprakelijkheid wegens misleiding is dan ook moeilijk denkbaar. In wezen

109 RCC 16 december 1997, JOR 1998/30 m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol (Vedior en Morgan Stanley). De RCC toetst in deze uitspraak formeel aan de misleidingsnorm van de Nederlandse Reclame Code en niet aan die van art. 6:194 BW.

zijn caveats en disclaimers erop gericht een soort ‘afspraken’ met de belegger te maken dat hij op bepaalde punten niet tegen de uitgevende instelling en/of de lead manager zal ageren. Daarmee komen zij in de contractuele sfeer. In het contractuele deel van deze studie zal dan ook aan disclaimers in het prospectus bijzondere aandacht worden besteed.¹¹⁰

7.8 Diverse maatlieden vs. categorieën prospectusinformatie

In de voorafgaande paragrafen zijn de profielen geschetst van de consument-maatman van Gut Springenheide en de deskundige en ervaren maatman. Laatstgenoemde kent twee (hoofd)varianten, te weten de gekwalificeerde belegger en de deskundige, ervaren (particuliere) belegger.¹¹¹ Vervolgens is de informatie die zich doorgaans in het prospectus bevindt in een aantal categorieën onderverdeeld.¹¹² Hoe verhoudt het kennisniveau van de diverse maatlieden zich tot de verschillende categorieën prospectusinformatie in het licht van potentiële misleiding?

Voor de goede orde wordt opgemerkt dat de beide *deskundige* maatlieden slechts een rol kunnen spelen bij beantwoording van de vraag of informatie misleidend is, wanneer het gaat om informatie die *uitsluitend* voor hun eigen groep is bestemd. Dit volgt uit de arresten van de Hoge Raad inzake De Boer/TMF en World Online.¹¹³ Doorgaans zal dit het geval zijn in een gerichte private placement. In een publieke emissie zal niet de deskundige maatman, maar de consument-maatman van Gut Springenheide de maatstaf zijn voor de vraag of de informatie misleidend is. Wel kan ook in dat geval de kennis die bij de deskundige maatman ten aanzien van de verschillende informatietypen aanwezig mag worden verondersteld, in het individuele geval worden meegewogen bij het beoordelen van het causale verband en de mogelijke eigen schuld.

1. Feitelijke informatie

Ad 1.1 Ten aanzien van interne niet-openbare feiten verkeren alle maatlieden in een gelijke positie. Materiële vervalsing of verzwijging van dergelijke feiten is in alle gevallen misleidend. Ook de deskundige en ervaren maatman is hiertegen niet gewapend. In de woorden van *Assmann en Schütze*:

‘Einigkeit besteht indes darin, dass der personelle Schutzbereich der Prospekthaftung auch fachkundige, erfahrene Anleger oder Kaufleute umfasst, denn deren Informationsdefizit über *Interna* des Anlageprojekts hängt nicht von diesen Eigenschaften ab.’¹¹⁴ [curs. jpf]

Ad 1.3 Op het gebied van externe (openbare) feiten heeft de deskundige maatman duidelijk een voorsprong op de consument-maatman. Het betreft hier algemene kennis, zoals van markten, sectoren en toepasselijke regelgeving. Een gekwalificeerde belegger wordt op deze gebieden geacht een brede en diepgaande

110 Zie par. 15.8.

111 Par. 7.4, 7.5 en 7.6.

112 Par. 7.7.

113 Zie hierboven par. 7.4 en 7.5.1, waar de relevante rechtsoverwegingen tekstueel zijn weergegeven.

114 Assmann & Schütze 2007, p. 324.

kennis te hebben. Ook beschikt hij vaak over een eigen onderzoeksapparaat. Van hem mag worden verwacht dat hij dit alles inzet bij het nemen van een beleggingsbeslissing. Mededelingen over externe (openbare) feiten zullen voor de gekwalificeerde belegger dan ook niet snel misleidend zijn. Ook voor de deskundige particuliere belegger zal een mededeling minder snel misleidend zijn indien zijn kennis relevant is voor het doorgronden van de betreffende feiten. Zo zullen incomplete mededelingen over de Spaanse onroerend goed markt in een private placement memorandum (ppm) dat uitsluitend gericht is tot een groep particuliere beleggers met jarenlange ervaring op die markt minder snel als misleidend gelden. Anderzijds beschikken dergelijke beleggers niet, zoals de gekwalificeerde belegger, over een onderzoeksapparaat en mag van hen geen al te grote extra inspanning worden verwacht.

Ad 1.2 Een meer gecompliceerde tussencategorie vormen de interne openbare feiten. Ook wat deze categorie feiten betreft mag de consument-maatman in beginsel uitgaan van de juistheid en volledigheid van de hierover in het prospectus opgenomen informatie. Van hem mag niet verwacht worden dat hij zich bewust is van lacunes en onjuistheden.¹¹⁵ Dit laatste hoeft niet noodzakelijkerwijs te gelden voor de gekwalificeerde belegger en de deskundige particuliere belegger. Van *evidente* onjuistheden of lacunes in de informatie – bijv. vermelding van de naam van een commissaris die kort tevoren volgens een persbericht van de uitgevende instelling is afgetreden; het ontbreken van de bezoldiging van bestuurders in het prospectus – mogen dezen onder omstandigheden geacht worden zich bewust te zijn. Voor meer verborgen onjuistheden en omissies kan dit anders liggen.

2. Committerende mededelingen

De positie van de diverse maatlieden ten aanzien van committerende mededelingen verschilt niet. De appreciatie door de belegger van committerende mededelingen staat in beginsel los van zijn kennis- en deskundigheidsniveau. Wanneer de uitgevende instelling enkele dagen na afsluiting van de emissie besluit om de emissieopbrengst een andere bestemming te geven dan de bestemming die zonder voorbehoud werd voorgespiegeld in het prospectus, kan sprake zijn van misleidende prospectusinformatie¹¹⁶ en heeft zowel de consument-maatman als de ervaren en deskundige maatman reden daartegen in het geweer te treden.

3. Inschattende/beoordelende (deels toekomstgerichte) mededelingen

De deskundige en ervaren belegger zal door een omissie van dergelijke informatie minder snel zijn misleid dan de consument-belegger. Wanneer een uitgevende instelling waarvan de business sterk afhankelijk is van het goede functioneren van IT-systemen – bijv. een bank of een verzekeraar – nalaat dit als risicofactor

¹¹⁵ Evenmin wordt het onvolledige of misleidende karakter van het prospectus weggelaten door de mogelijkheid vragen te stellen of nadere inlichtingen te verkrijgen, aldus HR 8 mei 1998, NJ 1998, 888 m.nt. J.M.M. Maeijer en D.W.F. Verkade; JOR 1998/110 m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol en C.J. Groffen (Boterenbrood c.s./MeesPierson), r.o. 3.5. Wel kan ook de consument-maatman een mogelijke *contractuele* actie, in het bijzonder een beroep op dwaling, verspelen door geen relevante vragen te stellen indien hem daartoe voorafgaand aan de investering de gelegenheid wordt geboden. Zie over dit laatste meer in extenso par. 15.3.2.

¹¹⁶ Althans indien men bereid is naar analogie de (tamelijk gewrongen) redenering van de Reclame Code Commissie in de zaak Vedior en Morgan Stanley (RCC 16 december 1997, JOR 1998/30 m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol) te volgen, zie par. 7.7.

in het prospectus te vermelden, zal dit jegens een gekwalificeerde belegger of een particuliere belegger met ervaring in de financiële sector minder snel als een misleidende omissie gelden dan jegens de consument-belegger. Een al te beknop- te toelichting in het prospectus bij de financiële informatie zal voor de consu- ment-belegger eerder misleidend door onvolledigheid zijn dan voor de gekwali- ficerde of anderszins deskundige belegger.

8.1 De relativiteitsleer

De relativiteitsleer is afkomstig uit Duitsland en is in 1928 door de Hoge Raad aanvaard. In de 20^e eeuw werden steeds meer (wettelijke) normen geformuleerd. Daardoor nam het aantal gevallen van wetsovertreding gevolgd door schade toe. Er ontstond behoefte aan een correctiemogelijkheid om een al te uitgebreide aansprakelijkheid voor aan derden toegebrachte schade te vermijden. Deze mogelijkheid tot correctie wordt geboden door de relativiteitstheorie. Kort gezegd luidt deze, dat iemand die onrechtmatig handelt door overtreding van een rechtsnorm, jegens de gelaedeerde gehouden is tot schadevergoeding, wanneer de overtreden norm de strekking heeft de benadeelde in het geschonden belang te beschermen. Het relativiteitsvereiste werd in 1992 in het nieuwe BW gecodificeerd.¹

De correctie van de relativiteitsleer moet in beginsel worden ingeroepen door de gedaagde. Deze dient te beargmenteren dat de geschonden norm *niet* strekt ter bescherming van de schade zoals de eiser die heeft geleden. Aangezien het processuele debat ter zake geen feitelijkheden, maar de strekking van de geschonden norm – dus een rechtsvraag – betreft, is veeleer sprake van argumentatielast dan van bewijslast.²

De relativiteitsleer beperkt de verplichting tot schadevergoeding op drie punten, die in de formulering van art. 6:162 lid 1 en art. 6:163 BW tot uitdrukking worden gebracht. Schade wordt slechts vergoed wanneer de geschonden norm strekt (1) tot bescherming van de benadeelde als persoon, (2) tegen de geleden schade of in het geschonden belang en (3) tegen de wijze waarop de schade is ontstaan.³ Of aan het relativiteitsvereiste is voldaan, moet dus worden beoordeeld op basis van het doel en de strekking van de geschonden norm, welke daartoe aan een onderzoek moet worden onderworpen. Dat onderzoek zal zich, ingeval de

1 En wel in art. 6:163 BW. Zie voor dit alles Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 129 e.v., met verwijzing naar jurisprudentie waarin de HR de leer heeft toegepast.

2 Groene Serie Onrechtmatige daad, art. 6:163 BW, aant. 1.6 (K.J.O. Jansen). Anders: Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 129, waar op niet geheel duidelijke gronden het standpunt wordt ingenomen dat geen sprake is van argumentatielast die op de gedaagde rust.

3 Element nr. 1 volgt uit art. 6:162 lid 1 BW: 'jegens een ander'; elementen nrs. 2 en 3 volgen uit art. 6:163 BW: 'schade, zoals de benadeelde die heeft geleden'. Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 131. In de twaalfde druk (2006), nr. 97 van laatstgenoemd boek werden de elementen nrs. 2 en 3 nog als één beschouwd. C.H.M. Jansen 2009, p. 50 spreekt van twee vereisten; Spier e.a. 2015, p. 68-69 van drie.

geschonden norm is gecodificeerd, mede uitstrekken tot de totstandkomingsgeschiedenis van de betreffende bepaling(en).⁴ Wanneer een wettelijke norm wordt overtreden die *niet* strekt tot bescherming van het geschonden belang – en dus niet aan het relativiteitsvereiste voldoet –, kan mogelijk toch sprake zijn van schending van een ongeschreven (zorgvuldigheids)norm die het geschonden belang wel beschermt. De wettelijke norm mag dan alsnog meewegen bij het invullen van de zorgvuldigheidsnorm.⁵

In de literatuur is enige aandacht besteed aan het verband tussen relativiteit en het causaliteitsvereiste van art. 6:98 BW. Op grond van laatstgenoemde bepaling vindt schadevergoeding slechts plaats voor zover de schade in zodanig verband staat met de onrechtmatige daad dat zij de pleger daarvan, mede gezien de aard van de aansprakelijkheid en van de schade, als gevolg ervan kan worden toegerekend. De toerekeningsleer van art. 6:98 BW vormt – evenals de relativiteitsleer – een beperkingsmechanisme tegen al te uitgebreide aansprakelijkheid van de laedens. Ondanks de ruime formulering van art. 6:98 BW, blijft de relativiteitsleer in de jurisprudentie van de Hoge Raad een eigen functie vervullen. Het inlezen van het relativiteitsvereiste in de toerekeningsleer van art. 6:98 BW zou leiden tot een onwenselijke comprimering van het schadevergoedingsrecht en zou de overzichtelijkheid niet ten goede komen.⁶

8.2 Prospectusaansprakelijkheid en relativiteit

Zoals hierboven is besproken, kan de onrechtmatigheid van het doen van misleidende verkoopgerelateerde mededelingen op drie verschillende wijzen worden gefundeerd: (1) strijd met art. 6:193a/194 BW; (2) strijd met art. 6:162 BW jo. art. 5:13 Wft; (3) strijd met de Prospectusverordening.⁷ Nagegaan dient te worden in hoeverre deze normen de belegger beogen te beschermen tegen de door hem geleden (koers) schade, met andere woorden in hoeverre zij voldoen aan het relativiteitsvereiste.

Art. 6:193a/194 BW

De afdelingen 6.3.3A en 6.3.4 BW geven in de wettekst hun eigen beschermingsbereik weer. Het lijdt geen twijfel dat de gedupeerde consument-belegger onder het beschermingsbereik van art. 6:193a BW en de bedrijfsmatige handelende

4 Zie HR 7 mei 2004, NJ 2006, 281 m.nt. J. Hijma (Duwbak Linda). De conclusie van A-G Spier bij dit arrest bevat sub 4.8.1. e.v. een uitvoerig onderzoek naar het beschermingsbereik van de toepasselijke binnenvaartsreglementen. Zie ook HR 13 oktober 2006, NJ 2008, 527 m.nt. C.C. van Dam onder NJ 2008, 529 (De Nederlandse Bank/Stichting Vie d'Or), waarbij A-G Timmerman in zijn conclusie sub 4.10 e.v. het beschermingsbereik van de Wet toezicht verzekeringsbedrijf (Wtv) aan de hand van de parlementaire geschiedenis onderzoekt. Voor meer jurisprudentie waarin sprake is van onderzoek naar het beschermingsbereik van de geschonden norm in het kader van het relativiteitsvereiste, zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 129.

5 Dit is de 'correctie Langemeijer' op de relativiteitsleer, welke op voorstel van P-G Langemeijer is overgenomen in HR 17 januari 1958, NJ 1961, 568 (tandartsen I). Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 138; Lankhorst 1992, p. 25-31.

6 Aldus Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 144. Specifiek ten aanzien van overtreding van bepalingen van de Wft is door Grundmann-van de Krol 2012, p. 805, opgemerkt dat de Wft-wetgever in de parlementaire geschiedenis (impliciet) heeft aangegeven dat wanneer voldaan is aan de causaliteitseis, in beginsel eveneens het relativiteitsvereiste is vervuld.

7 Zie par. 6.5. De aldaar in noot 1 vermelde omweg van strijd met een ongeschreven zorgvuldigheidsnorm wordt buiten beschouwing gelaten.

belegger onder dat van art. 6:194 BW valt. In beginsel kunnen zij met een beroep op deze bepalingen hun beleggingsschade op de uitgevende instelling en lead manager verhalen.⁸ Daarbij is wel van belang op welke wijze de belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt. De belegger die stelt dat hij schade heeft geleden omdat hij als gevolg van de misleidende mededelingen in zijn beleggingsbeslissing is beïnvloed, wordt beschermd. Recent is in de literatuur verdedigd dat de belegger zou kunnen volstaan met te stellen dat hij ten onrechte heeft vertrouwd op de zuiverheid van de koers en dat hij, omdat de koers als gevolg van misleidende mededelingen kunstmatig was geïnfleerd, de effecten voor een te hoge prijs heeft verworven. Het causale verband zou dan (slechts) bestaan in beïnvloeding van de koers door de misleiding.⁹ Wanneer de belegger een dergelijke vordering instelt met een beroep op art. 6:193a/194 BW, gaat hij ervan uit dat deze bepalingen de strekking hebben een zuivere prijsvorming te bevorderen. Een dergelijk betoog spoort mijns inziens niet met de wettekst en de wetsgeschiedenis. In het belang om effecten tegen een ‘zuivere prijs’ te verwerven wordt de belegger door deze bepalingen niet beschermd. Dit standpunt zal hieronder in het kader van de causaliteit worden onderbouwd, mede met een beroep op het World Online-arrest van de Hoge Raad.¹⁰

Art. 6:162 BW jo. art. 5:13 Wft

Art. 5:13 lid 1 Wft bepaalt dat het prospectus alle gegevens dient te bevatten die van belang zijn voor het vormen van een verantwoord oordeel over het vermogen, de financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van de uitgevende instelling en de rechten die aan de effecten verbonden zijn. Opname van deze gegevens in het prospectus is verplicht. Door zich te richten op gegevens die ‘van belang’ zijn voor de oordeelsvorming van de belegger bevat de bepaling een materialiteitsdrempel.¹¹ Handelen in strijd met art. 5:13 lid 1 Wft kwalificeert naar mijn mening als handelen in strijd met een wettelijke plicht.¹² Beoogt art. 5:13 lid 1 Wft de belegger te beschermen tegen koersschade als gevolg van misleidende prospectusmededelingen? In dit verband kan gewezen worden op een observatie van de Wft-wetgever in de parlementaire geschiedenis bij art. 1:23 Wft:

‘Bij overtreding van dit voorstel [i.e. het wetsvoorstel voor de Wft; jpf] zal veelal een beroep op onrechtmatige daad het meest in de rede liggen. Voor dit beroep is vereist dat de consument aantoonbaar schade is geleden en dat deze schade het gevolg is van het onrechtmatig handelen van de financiële onderneming. Daar waar de consument schade lijdt als gevolg van een overtreding van dit voorstel zal ook worden voldaan aan het relativiteitsvereiste van art. 6:163 van het BW. Dit voorstel heeft immers mede tot doel consumenten te beschermen tegen onbehoorlijk handelen van financiële ondernemingen. Wanneer sprake is van overtreding van een wettelijke

8 Zie meer uitgebreid over het beschermingsbereik van de beide bepalingen en hun onderlinge verhouding par. 6.8.

9 De Jong is van deze benadering een pleitbezorger. Zie De Jong 2010, p. 159-160, 162 en 170.

10 Zie par. 10.5.

11 Zulks in navolging van art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn 2003/71. Zie par. 5.5.3.1.

12 Anders: Grundmann-van de Krol 2012, p. 816, die betoogt dat de mogelijke aansprakelijkheid van de uitgevende instelling wegens het niet verschaffen van een juist en volledig beeld in het prospectus ‘een buiten het kader van de civielrechtelijke gevolgen van overtreding van de Wft vallende vraag’ is. Mij is niet duidelijk waar deze stellingname op is gebaseerd.

bepaling door een financiële onderneming (in casu de Wft) is daarmee de onrechtmatigheid gegeven.¹³

De wetgever richt in deze passage in het bijzonder het vizier op overtreding van de Wft door financiële ondernemingen. Dat begrip omvat onder meer de financiële instelling die optreedt als lead manager bij een emissie.¹⁴ Langs de weg der analogie mag naar mijn mening worden aangenomen dat de belegger eveneens wordt beschermd tegen schade als gevolg van overtreding van art. 5:13 lid 1 Wft door de uitgevende instelling.

Prospectusverordening

Schending van de Prospectusverordening, welke er meestal op neer zal komen dat verplicht op te nemen informatie in het prospectus ontbreekt, kan langs twee wegen tot onrechtmatige daad voeren. Allereerst wordt naar de Prospectusverordening verwezen in art. 5:13 lid 1 Wft. Gesteld kan worden dat de verplichting om alle in de Prospectusverordening bedoelde informatie in het prospectus op te nemen deel uitmaakt van de algemene verplichting van art. 5:13 lid 1 Wft om zodanige informatie op te nemen als voor de belegger 'van belang' (materialiteit) is om zich een verantwoord oordeel te vormen. Het weglaten van een deel van de door de Prospectusverordening vereiste informatie komt in die benadering neer op handelen in strijd met de wettelijke plicht van art. 5:13 lid 1 Wft. Vervulling van het relativiteitsvereiste vloeit dan voort uit de parlementaire geschiedenis van de Wft.¹⁵

Daarnaast heeft de Prospectusverordening directe horizontale werking. De verordening bevat nauwkeurige bepalingen die bedoeld zijn om beleggers te beschermen tegen (met name) onvolledigheid van het prospectus. Aansprakelijkheid van een uitgevende instelling jegens beleggers voor een onvolledig prospectus kan rechtstreeks uit de Prospectusverordening voortvloeien, zonder dat voorafgaande kwalificatie als onrechtmatige daad naar nationaal recht noodzakelijk is. Ook in geval van een dergelijke Unierechtelijke onrechtmatige daad moet voldaan worden aan het criterium dat de geschonden regel ertoe strekt om rechten aan particulieren toe te kennen, een relativiteitsvereiste dat ruim wordt opgevat.¹⁶ Dat de Prospectusverordening ertoe strekt om de belangen van beleggers te beschermen lijkt geen twijfel. De verordening bouwt voort op Prospectusrichtlijn 2003/71, die o.m. blijkens considerans (10), (12), (16) en (18) beleggersbescherming als een van de hoofddoelstellingen kent. Ook kan worden gewezen op art. 3 Prospectusverordening, dat aanknoopt bij het criterium van verantwoorde oordeelsvorming door de belegger neergelegd in art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn. De normen van de Prospectusverordening voldoen daarmee aan het relativiteitsvereiste.

13 Kamerstukken II 2005-2006, 29 708, nr. 19, p. 393-394.

14 Zie art. 1:1 Wft, definities van 'financiële onderneming' sub f, 'beleggingsonderneming' en 'verlenen van een beleggingsdienst' sub e en f.

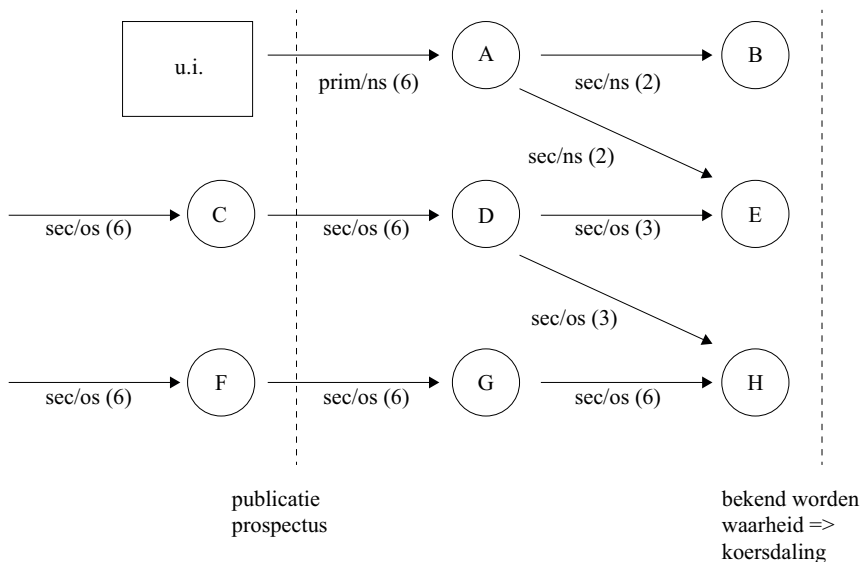
15 Zie hierboven (tekst bij) noot 13.

16 Zie par. 5.6.

8.3 Secundaire markt; ‘oude’ vs. ‘nieuwe’ stukken

Wanneer een uitgevende instelling met beursnotering in het kader van een aanbieding van nieuw uit te geven effecten een misleidend prospectus uitbrengt, bestaat vooral de neiging om de aandacht te richten op eventuele nadelige gevolgen voor beleggers in de primaire markttransactie. Het zijn immers deze beleggers die de nieuw uit te geven aandelen, waarop het prospectus betrekking heeft, afnemen. Belangrijk is de constatering, dat beleggingsschade ook optreedt voor beleggers die na het uitbrengen van het prospectus *buiten* de primaire markttransactie effecten ter beurze verwerven tegen een door de misleiding kunstmatig geïnflateerde koers. Deze beleggers kopen de effecten in de secundaire markt. Daarbij kan het gaan om aankoop van (i) nieuw uitgegeven effecten die door de oorspronkelijke verkrijgers worden doorverkocht (‘nieuwe stukken’) dan wel (ii) effecten die ooit door de uitgevende instelling in het verleden zijn uitgegeven en dus voorafgaand aan de emissie reeds uitstonden (‘oude stukken’). In welke mate biedt het aansprakelijkheidsrecht in deze gevallen bescherming?

Onderstaand schema geeft weer hoe oude en nieuwe stukken na de primaire markttransactie gaandeweg met elkaar vermengd raken.



u.i. = uitgevende instelling

A t/m H = beleggers

prim = primaire markttransactie

ns = nieuwe stukken

os = oude stukken

sec = secundaire markttransactie

Bij het bekend worden van de waarheid, kort na de emissie, daalt de koers. Op dat moment heeft belegger A nog twee nieuwe stukken uit de primaire markttransactie, belegger B twee nieuwe stukken die hij verworven heeft in de secundaire markt, belegger E twee nieuwe en drie oude stukken uit de secundaire markt en belegger H zes oude stukken uit de secundaire markt. Beleggers C, D, F en G hebben al hun stukken in de secundaire markt verkocht voordat de koersdaling inzette en lijden dus geen schade. In het handelssysteem van de beurs en het girale systeem waarin afwikkeling van beurstransacties plaatsvindt zijn oude en nieuwe stukken niet van elkaar te onderscheiden. Beleggers weten dan ook niet of zij oude dan wel nieuwe stukken verwerven. De koers van alle effecten is door het misleidende prospectus in gelijke mate geïnfleat. Het rechtsgevoel zegt, dat onder dergelijke omstandigheden geen onderscheid mag worden gemaakt tussen beleggers A, B, E en H wanneer zij aanspraak maken op vergoeding van hun schade. Over dit uitgangspunt heerst in de praktijk en in de literatuur op zichzelf eenstemmigheid.

Minder duidelijk laten enkele auteurs zich uit over de vraag wat deze gelijke behandeling van beleggers precies inhoudt en hoe zij juridisch gefundeerd dient te worden. Belegger A zal zich zeker op art. 6:193a/194 e.v. BW kunnen beroepen. Niet ter discussie staat immers, dat het uitbrengen van het prospectus een handelspraktijk of openbaar gemaakte mededeling is die rechtstreeks verband houdt met de (bevordering van) de verkoop/aanbieding van de *nieuwe* stukken in de *primaire* markttransactie. A zal willen profiteren van de dubbele bewijslastomkering van art. 6:193j/195 BW. Gelijke behandeling van alle beleggers betekent dan ook, dat allen zich op art. 6:193a/194 e.v. BW moeten kunnen beroepen. Ten aanzien van beleggers B, E en H doemt daarbij de vraag op of een beroep op art. 6:193a/194 e.v. BW voldoet aan het relativiteitsvereiste. Is het prospectus als handelspraktijk c.q. openbaar gemaakte mededeling wel gericht op verkoop (bevordering) in de secundaire markt, i.h.b. wanneer het ook nog oude stukken betreft?

Van der Velden acht het relativiteitsvereiste 'een vrij sterk argument' tegen bescherming van beleggers in oude stukken onder art. 6:194 BW. Toch pleit hij vóór bescherming, in navolging van Maris en Boele betogend hij dat 'het vanuit het oogpunt van de belegger niet lijkt uit te maken of hij nieuwe dan wel oude stukken aanschaf, nu ze van dezelfde soort zijn'. Jansen, Schreuder en Verhagen zijn van mening dat gelijke behandeling van beleggers in de primaire en secundaire markt gerechtvaardigd is, omdat 'niet [valt] in te zien waarom beleggers die in de secundaire markt kopen, minder bescherming behoeven'. De Jong sluit zich bij voornoemde auteurs aan.¹⁷ Daarmee is mijns inziens niet meer dan een praktisch gezichtspunt naar voren gebracht, dat het juridische probleem van de (mogelijk) ontbrekende relativiteit niet oplost.

De rechtspraak lijkt uit te gaan van gelijke bescherming van beleggers in de primaire en de secundaire markt. In het dictum van het World Online-arrest heeft

17 Van der Velden 1997, p. 148-149; Maris en Boele 1994, p. 146; Jansen, Schreuder & Verhagen 2003, p. 93; De Jong 2010, p. 63-64, (tekst bij) noot 238 en 239. Jansen c.s. beroepen zich bovendien op de publiekrechtelijke prospectusplicht van de voorloper van het huidige art. 5:2 Wft, waarvan het civielrechtelijke beschermingsbereik naar hun mening ook de secundaire markt omvat. De prospectusplicht heeft echter betrekking op het *uitbrengen* van het prospectus, niet op de *inhoud* ervan. De onderhavige discussie betreft nu juist de vraag of beleggers in de secundaire markt en/of in oude stukken tegen de misleidende *inhoud* van het prospectus beschermd worden door art. 6:193a/194 e.v. BW.

de Hoge Raad voor recht verklaard dat het uitbrengen van het misleidende prospectus onrechtmatig is jegens beleggers in aandelen World Online die op de beursintroductie hebben ingeschreven *dan wel* na de beursintroductie, uiterlijk op 3 april 2000, aandelen World Online hebben gekocht. Deze laatste groep bestaat uit kopers in de secundaire markt. Het oordeel van de Hoge Raad impliceert dat het beschermingsbereik van art. 6:194 BW zich mede uitstrekt tot misleide beleggers in de secundaire markt.¹⁸

Een uitleg van art. 6:193a/194 e.v. BW in de zin dat deze bepalingen ook strekken tot bescherming van beleggers in de secundaire markt en in oude stukken is naar mijn mening goed verdedigbaar. De realiteit is, dat het prospectus ook de verkoop van effecten aan deze beleggers beoogt te bevorderen. Een van de belangrijkste voorwaarden voor een succesvolle verhandeling van de effecten van een uitgevende instelling op een effectenmarkt is liquiditeit. Bij onvoldoende liquiditeit kan geen evenwichtige koersvorming plaatsvinden. Een gering aantal kleinere transacties kan dan een relatief grote invloed op de koers hebben. Dit kan leiden tot onwenselijke koersschommelingen en – in geval van aandelen – daarmee samenhangende onduidelijkheid over de marktwaarde van de onderneming. Geringe liquiditeit kan bovendien een handicap zijn voor het slagen van vervolgemissies in de toekomst. Illiquide effecten zijn voor de belegger niet aantrekkelijk. Liquiditeit bestaat bij de gratie van het feit dat er een structurele vraag naar de effecten is. Het creëren van vraag die uitsluitend de primaire markttransactie absorbeert is niet voldoende. Er moet zoveel appetijt onder beleggers worden opgewekt, dat in de aanloopfase naar de emissie substantieel meer inschrijvingen van beleggers worden ontvangen dan er effecten worden aangeboden. Beleggers van wie de inschrijving niet gehonoreerd kan worden, zullen immers na de emissie met grote waarschijnlijkheid effecten kopen in de secundaire markt. Die aankopen zijn nodig om het door de emissie toegenomen marktaanbod te kunnen absorberen met behoud van liquiditeit. Appetijt onder beleggers wordt in het geval van beursgenoteerde effecten opgewekt tijdens de road show. In deze periode van ca. twee weken presenteert de uitgevende instelling zich, met het (doorgaans door de AFM goedgekeurde) prospectus in de hand, onder begeleiding van de lead manager aan institutionele beleggers en is het prospectus voor particuliere beleggers verkrijgbaar.¹⁹ De gevolgtrekking die uit een en ander kan worden gemaakt is, dat de uitgevende instelling met het uitbrengen van het prospectus (handelspraktijk) de facto ook de verkoop van – zowel nieuwe als oude – stukken in de secundaire markt beoogt te bevorderen (verkoopbevordering), in het bijzonder door te streven naar overtekening van de emissie. Dat hier sprake is van een ‘rechtstreeks verband’ tussen handelspraktijk en verkoopbevordering in de zin van art. 6:193a sub d BW acht ik goed verdedigbaar.

Hier openbaart zich een verschil tussen de verkoop van effecten enerzijds en van wasmachines, televisies en andere consumentengoederen anderzijds onder het regime van art. 6:193a/194 BW. Een reclamecampagne voor nieuwe wasmachines heeft niet mede het oog op bestendiging of toename van de handel in

18 Zulks mede gelet op r.o. 4.10-4.11 van het arrest (‘Algemene uitgangspunten voor prospectusaansprakelijkheid bij beursintroductie’), waar evenmin onderscheid wordt gemaakt tussen beleggers in de primaire en de secundaire markt, en waar het relativiteitsvereiste niet als mogelijk bezwaar tegen bescherming van laatstgenoemden onder art. 6:194 BW wordt opgebracht.

19 Zie par. 3.2.2.6.

tweedehands wasmachines. De tweedehands – of secundaire – markt laat de wasmachineproducent koud. Hij is eerder gebaat bij minder dan bij meer liquiditeit op die markt, omdat consumenten dan sneller een nieuwe wasmachine zullen kopen. Eenmaal verkochte wasmachines staan bij hem niet langer op de balans. De stelling dat de reclamecampagne mede gericht is op²⁰ de tweedehands wasmachinemarkt, zodat tweedehands kopers een beroep toekomt op art. 6:193a/194 BW, is gelet op dit alles niet houdbaar. Bij effecten ligt dit fundamenteel anders. ‘Tweedehands effecten’ bestaan niet. Een effect belichaamt (informatie over) de uitgevende instelling en vernieuwt zich in feite telkens wanneer er nieuwe informatie over de uitgevende instelling in de openbaarheid komt. Anders dan wasmachines, zijn oude en nieuwe effecten niet van elkaar te onderscheiden. De uitgevende instelling zal ernaar streven, juist wanneer als gevolg van een emissie het marktaanbod toeneemt, het prospectus zodanig in te zetten dat de vraag en daarmee de liquiditeit met betrekking tot *alle* effecten – oude en nieuwe – in de secundaire markt in stand wordt gehouden.

Een tegenwerping tegen het voorgaande zou kunnen zijn, dat eenmaal uitgegeven en in de secundaire markt verhandelde effecten geen vermogensrechten zijn waarvan de uitgevende instelling de rechthebbende is en dat zij om die reden niet als ‘product’ in de zin van art. 6:193a sub c respectievelijk als ‘goed’ in de zin van art. 6:194 BW kwalificeren. Deze tegenwerping kan worden weerlegd met een beroep op de definitie van ‘product’ van art. 2(c) Richtlijn OHP, die breder is en als volgt luidt:

‘product: een goed of dienst, met inbegrip van onroerend goed, rechten *en verplichtingen*’ [curs. jpf]

De recursiverde woorden zijn – om mij onbekende redenen – niet in de definitie van art. 6:193a sub c overgenomen, maar dienen naar mijn mening op basis van richtlijnconforme interpretatie te worden ingelezen.²¹ Langs die weg dringt de conclusie zich op dat effecten, zijnde *verplichtingen* van de uitgevende instelling die ook tijdens verhandeling in de secundaire markt als passiva op de balans blijven staan, wel degelijk ‘producten’ in de zin van art. 6:193a sub c BW zijn. Het uitbrengen van het prospectus, dat zoals hierboven werd aangetoond ook appetijt van beleggers in de secundaire markt beoogt op te wekken, kwalificeert daarmee ook ten aanzien van die markt als verkoopbevordering van ‘producten’ (in de zin van verplichtingen) en daarmee als ‘handelspraktijk’ van de uitgevende instelling. Met een beroep op reflexwerking dient het begrip ‘goed’ van art. 6:194 BW mijns inziens op eenzelfde extensieve wijze te worden geïnterpreteerd, zo-

20 In de bewoordingen van art. 6:193a sub d BW: ‘rechtstreeks verband houdt met’.

21 Door iedere verwijzing naar ‘verplichtingen’ – zowel in de wettekst als in de toelichting – achterwege te laten heeft de wetgever aan de term ‘product’, die op zichzelf genomen uitsluitend naar activa van de handelaar verwijst, een enigszins misleidende lading meegegeven. Een recent voorbeeld van wetgeving waarbij de wetgever het er op een vergelijkbaar punt beter vanaf heeft gebracht betreft de Wet bijzondere maatregelen financiële ondernemingen (Stb. 2012, 241) op basis waarvan op 1 februari 2013 de onteigening van effecten en vermogensbestanddelen van SNS REAAL NV en SNS Bank NV door de Staat heeft plaatsgevonden. De MvT vermeldt bij het nieuwe art. 6:2 Wft uitdrukkelijk dat onder de te onteigenen ‘vermogensbestanddelen’ zowel activa als passiva van de financiële onderneming worden verstaan. Dit stelde de Afdeling bestuursrechtspraak van de Raad van State in staat om in de beroepsprocedure tegen het onteigeningsbesluit op dit punt een duidelijke en ongekwalificeerde beslissing te geven. Zie Kamerstukken II 2011-2012, 33 059, nr. 3, p. 68 en ABRS 25 februari 2013, nr. 201301173/1, LJN BZ2265 (onteyning SNS), r.o. 21.

danig dat daaronder ook ‘verplichtingen’ van de uitgevende instelling, inclusief door haar uitgegeven effecten, dienen te worden begrepen.

9 Toerekenbaarheid

9.1 Schuld, verkeersopvattingen en feitelijke omstandigheden

Zowel de algemene regeling van art. 6:162 BW als de bijzondere regeling van afdeling 6.3.3A/6.3.4 BW stelt het vereiste van toerekenbaarheid van de onrechtmatige daad aan de dader.¹ Door de toerekening wordt een verband gelegd tussen de dader en zijn daad. Toerekening vindt plaats wanneer de onrechtmatige daad te wijten is aan de schuld van de dader of aan een oorzaak die krachtens de wet of de verkeersopvattingen voor zijn rekening komt.

Alvorens uit te wijden over het toerekenbaarheidsvereiste, is het zinvol te wijzen op een verhelderend onderscheid ten aanzien van het schuldelement, zoals uiteengezet door *Hartkamp en Sieburgh*. Zij onderscheiden drie betekenissen van de term ‘schuld’ in het kader van het onrechtmatige daadsrecht: (1) verwijtbaarheid aan de dader, hetgeen de betekenis van het begrip ‘schuld’ is in art. 6:162 lid 3 BW; (2) onachtzaamheid, in tegenstelling tot opzet; (3) onrechtmatigheid, waarbij schuld gebruikt wordt als synoniem van een onrechtmatig handelen. Van deze laatste betekenis is sprake bij het begrip ‘eigen schuld’, welke zich voordoet wanneer de schade mede een gevolg is van een omstandigheid die aan de gelaedeerde kan worden toegerekend (art. 6:101 BW).

Met name de betekenissen sub (1) en (2) dienen terdege uit elkaar te worden gehouden. Verwijtbaarheid van de dader impliceert dat hij ‘schuld heeft’ aan de onrechtmatige gedraging en verantwoordelijk wordt gesteld voor de nadelige gevolgen daarvan. De daad wordt hem toegerekend. Zo wordt een *verband* tussen dader en daad gelegd. Onachtzaamheid heeft betrekking op de *mate* van schuld en wordt doorgaans afgezet tegen het begrip opzet. In het civiele recht worden aan opzettelijk en onachtzaam handelen doorgaans dezelfde rechtsgevolgen verbonden. In geval van lichte schuld, grove schuld dan wel opzet is men op gelijke wijze voor zijn onrechtmatig handelen aansprakelijk.²

Ten aanzien van de toerekenbaarheid geldt bij prospectusaansprakelijkheid een wettelijke omkering van de bewijslast ex art. 6:195 lid 2 BW, welke hieronder aan de orde zal komen.³

1 Voor de bijzondere regeling volgt dit uit art. 6:193j lid 2/195 lid 2 BW.

2 Zie voor dit alles Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 99 e.v.

3 Zie par. 11.3.

In de parlementaire geschiedenis wordt kort aandacht besteed aan de invulling van het verwijtbaarheids criterium van art. 1416b lid 2 BW, de voorloper van art. 6:195 lid 2. De wetgever zegt daarover het volgende:

‘Of er reden tot verwijt is, is afhankelijk van het oordeel van de rechter. Deze zal dienen na te gaan of [de openbaarmaker van de misleidende mededeling; jpf] op grond van de *omstandigheden van het geval* het misleidend karakter van de mededeling hetzij reeds kende of behoorde te kennen, hetzij met de mogelijkheid van dit karakter had moeten rekening houden.’⁴ [curs. jpf]

De vraag of de lead manager – als (mede)openbaarmaker – met een mogelijk misleidend karakter van prospectusinformatie rekening had moeten houden hangt nauw samen met de vraag of hij (aanvullend) due diligence onderzoek naar de uitgevende instelling had moeten verrichten om zich te kunnen disculperen. Volgens de parlementaire geschiedenis is dit dus afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Op deze formulering is door de Hoge Raad teruggevallen in het hieronder te bespreken Coop-arrest,⁵ waar het ging om de vraag of de lead manager op de juistheid en volledigheid van (door een accountant gecontroleerde) jaarrekeningen mocht vertrouwen. De vraag of aanvullend onderzoek had moeten plaatsvinden, en daarmee de toerekenbaarheidsvraag, heeft derhalve een sterk feitelijke inslag. In de Coop-zaak is de kwestie dan ook niet afgedaan door de Hoge Raad, maar door de rechtbank in haar eindvonnis.⁶

9.2 Bevat misleiding een schuldelement?

Reeds onder het regime van art. 1401 BW (oud) werd door een stroming in de literatuur de opvatting verdedigd dat het schuldvereiste geen zelfstandige betekenis heeft. Deze auteurs zien schuld slechts als een aspect van onrechtmatigheid. De begrippen onrechtmatigheid en schuld gaan in elkaar op, in de zin dat alleen onrechtmatig wordt gehandeld indien de dader een verwijt kan worden gemaakt. De onrechtmatigheid wordt door deze auteurs gesubjectiveerd. Hiertegen is door diverse andere auteurs stelling genomen, onder meer door Hartkamp en Sieburgh. Zij bepleiten een objectief onrechtmatigheidsbegrip. Volgens de geldende jurisprudentie en het grootste deel van de doctrine moet tussen de begrippen onrechtmatigheid en schuld een principieel onderscheid worden gemaakt. Het maken van dit onderscheid past in het systeem van het huidige BW, dat de figuur van toerekening van een onrechtmatige daad op basis van de verkeersopvattingen, dus buiten schuld, expliciet heeft aanvaard in art. 6:162 lid 3 BW. Wanneer het schuldelement deel zou uitmaken van de onrechtmatigheid, vloeit uit het ontbreken van schuld automatisch voort dat niet onrechtmatig is gehandeld. Aan toerekening op basis van de verkeersopvattingen komt men dan niet meer toe. Er is immers geen onrechtmatige daad gepleegd, dus er valt niets toe te rekenen. De

4 Kamerstukken II 1975-1976, 13 611, nr. 3, p. 13.

5 HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade (Coop), r.o. 4.4.

6 Rb. Amsterdam 28 augustus 1996, JOR 1996/108 (Coop), r.o. 6-12.

verkeersopvattingen als grond voor toerekening worden aldus gereduceerd tot een lege huls.⁷

Het is zinvol om ook het doen van misleidende mededelingen – het onrechtmatige handelen in het kader van prospectusaansprakelijkheid – op deze wijze tegen het licht te houden. De verleiding bestaat om op grond van het normale spraakgebruik in het misleidingsbegrip een schuld- of verwijtbaarheids-element in te lezen. Volgens Van Dale's Groot Woordenboek der Nederlandse Taal betekent 'misleiden' immers: 'op een verkeerd spoor brengen, *opzettelijk* een verkeerde voorstelling opwekken bij (...)' en is het synoniem met 'bedriegen'. Aan deze verleiding is toegegeven door de Rechtbank Den Haag in een van de uitspraken in de Fortis-affaire. De door de belegger gestelde misleiding moest worden beoordeeld op basis van de algemene regeling van art. 6:162 BW, dus buiten de context van art. 6:193a/194 BW, omdat geen sprake was van een aanbidding van effecten of van verkoop bevorderende mededelingen. Toch is de uitspraak van de rechtbank in dit kader illustratief.

Eind september 2008 verkeert Fortis in ernstige financiële problemen, mede als gevolg van de bankencrisis. Op 28 september 2008 besluiten de Belgische, Nederlandse en Luxemburgse overheden tot een gezamenlijke kapitaalinjectie in Fortis van 11,2 miljard Euro. De dagen daarna worden door de Nederlandse overheid diverse geruststellende mededelingen aan het publiek gedaan omtrent de toestand van Fortis. Tegelijkertijd wordt voor de overheid duidelijk dat de kapitaalinjectie onvoldoende soelaas zal bieden en wordt er door haar in het geheim onderhandeld over volledige nationalisatie van Fortis. Deze wordt op 3 oktober 2008 nabeurs bekend gemaakt, waarna de beurskoers van de aandelen Fortis (nog verder) daalt. Meerdere procedures worden door beleggers tegen de Staat aanhangig gemaakt bij de Rechtbank Den Haag. In de onderhavige procedure stelt eiser o.m. dat de Staat de markt niet onkundig had mogen laten van het feit dat de aanvankelijke kapitaalinjectie niet effectief was geweest en dat inmiddels over nationalisatie werd onderhandeld. Eiser stelt dat hij door de Staat is misleid en vordert een verklaring voor recht dat de Staat jegens hem onrechtmatig heeft gehandeld alsmede vergoeding van geleden koersschade op aandelen Fortis die hij op 3 oktober heeft gekocht. De rechtbank wijst de vordering af, overwegende dat de door de Staat in de periode van 28 september tot 3 oktober gedane (geruststellende) mededelingen 'geen grondslag [bieden] voor de stelling dat [de Staat] ter zake van de aanvankelijk aangekondigde kapitaalinjectie eiser (*welbewust*) op het verkeerde been heeft gezet of heeft misleid.' Voor de rechtbank is het uitgangspunt bij de beoordeling het gegeven dat Fortis, een systeembank met een sterke verwevenheid met andere banken, in grote problemen verkeerde en dat de kapitaalinjectie en de nationalisatie daarom plaatsvonden in het algemeen belang.⁸ [curs. jpf]

Annotator Pijls acht het resultaat van de procedure bevredigend, maar plaatst kanttekeningen bij de invulling die de rechtbank geeft aan het misleidingsbegrip. Door het gebruik van het woord 'welbewust' wordt in dat begrip ten onrechte een verwijtbaarheids-element ingelezen. Pijls geeft de voorkeur aan een meer objectieve benadering:

7 Zie over het voorgaande Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 104-105 met verwijzing naar vertegenwoordigers van beide richtingen. Zie voor uitvoerige uitleg van het belang van de discussie met verwijzing naar jurisprudentie en literatuur Sieburgh 2000, p. 81-95.

8 Rb. Den Haag 20 oktober 2009, RF 2010/8 (X/Staat der Nederlanden (inz. Fortis)). Zie i.h.b. r.o. 4.6, 4.9 en 4.14.

‘Een mededeling is namelijk misleidend of zij is dat niet. Zij wordt niet meer of minder misleidend al naar gelang de verspreider van de mededeling (van het eventuele misleidend karakter) een verwijt kan worden gemaakt. Wordt het misleidingsbegrip aldus (meer) objectief benaderd, dan zou men inderdaad kunnen zeggen dat de belegger bij zijn aankoop is misleid.’⁹

De observaties van Pijls zijn mijns inziens juist. Zij sluiten aan bij het hierboven genoemde principiële onderscheid dat volgens de jurisprudentie en de heersende mening in de literatuur moet worden gemaakt tussen onrechtmatigheid en schuld als bestanddelen van de onrechtmatige daad. Het juridische begrippenapparaat sluit in deze dus niet aan op het spraakgebruik. Zoals Den Boogert het uitdrukt in zijn JOR-annotatie bij het rechtbankvonnis inzake World Online:

‘In het spraakgebruik zullen aan het begrip misleidendheid andere en vaak zwaardere eisen worden gesteld, waarbij impliciet ook het *oogmerk* van misleiding een rol zal spelen. Men moet erop bedacht zijn dat de wetgever met de artikelen 6:194 en 195 BW een meer technisch en minder beladen begrip misleidendheid heeft geïntroduceerd.’¹⁰ [curs. jpf]

Het voorgaande neemt niet weg, dat in de praktijk de aanwezigheid van schuld – maar dan wel als apart bestanddeel van de onrechtmatige daad en niet als deelaspect van de onrechtmatigheid – vaak toch op voorhand wordt aangenomen. Met de onrechtmatigheid wordt het bewijs van schuld vaak voorshands door vermoedens geacht te zijn geleverd, zulks in afwijking van de hoofdregel ‘wie stelt bewijst’ van art. 150 Rv. Een expliciet wettelijk vermoeden in deze zin biedt art. 6:193j lid 2/195 lid 2 BW, dat de bewijslast ten aanzien van schuld omkeert ten faveure van de benadeelde.¹¹ In de praktijk wordt door procesjuristen wel de opvatting verkondigd dat, wanneer de onrechtmatigheid eenmaal vaststaat, nagenoeg alleen nog aan aansprakelijkheid kan worden ontkomen door een verweer op (het ontbreken van) causaal verband dan wel op eigen schuld van de benadeelde.

Ook in een andere procedure die door beleggers aanhangig is gemaakt in de Fortis-affaire heeft de rechter de mate van verwijtbaarheid bij het doen van misleidende prospectusmededelingen in zijn oordeel laten meewegen. Het gaat in dat geval echter niet om het vaststellen van misleiding in het kader van een onrechtmatige daadsactie, maar om het vaststellen van mogelijk wanbeleid van Fortis in een door beleggers aangespannen enquêteprocedure. De Ondernemingskamer van het Hof Amsterdam overweegt als volgt:

‘Door in het prospectus en de trading update *welbewust* over de subprime-portefeuille selectieve, niet evenwichtige informatie te verschaffen waardoor een onjuist of onzuiver beeld werd opgeroepen, is Fortis ernstig tekortgeschoten. Fortis heeft daarmee het risico genomen dat het vertrouwen in de bank werd ondermijnd. Dat brengt naar het oordeel van de Ondernemingskamer

9 Pijls 2009, commentaar sub 2. Hij voegt hieraan toe dat aansprakelijkheid van de Staat alsnog kan worden vermeden door (i) ondanks de misleiding het handelen van de Staat, gezien de omstandigheden, niet als onzorgvuldig/onrechtmatig aan te merken of (ii) uit de feitelijke omstandigheden een rechtvaardigingsgrond voor dit handelen te distilleren of (iii) toerekenbaarheid afwezig te achten.

10 Rb. Amsterdam 17 december 2003, JOR 2004/79 (World Online), noot M.W. Den Boogert sub 2.

11 In voorgaande zin Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 107; Spier e.a. 2015, p. 83 waar wordt opgemerkt dat wie zich onbehoorlijk gedraagt, daar in de regel een verwijt van zal kunnen worden gemaakt.

mee dat dit tekortschieten niet slechts kan worden aangemerkt als een incidentele beleidsfout. De Ondernemingskamer is van oordeel dat Fortis – gelet op de betrokken belangen, waaronder de belangen van diegenen die in Fortis belegden of dat overwogen te doen of te beëindigen – gehandeld heeft in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap en dat haar tekortschieten op dit punt daarom wanbeleid oplevert.¹² [curs. jpf]

Het welbewustheidsvereiste wordt door de OK niet opgevoerd ter inkleuring van het misleidingsbegrip, maar als deel van de onderbouwing van de conclusie dat sprake is van wanbeleid in de zin van art. 2:355 BW. Een mogelijke a-contrario redenering, dat in geval van *onbewuste* misleiding in een prospectus geen sprake zal zijn van wanbeleid, is naar mijn mening niet valide. Als voorbeeld kan worden gedacht aan het opnemen van onjuiste, misleidende gegevens in het prospectus als gevolg van slordig onderzoek door de uitgevende instelling in de eigen boeken. Van bewuste misleiding is dan geen sprake, maar wanbeleid kan mijns inziens – afhankelijk van de overige omstandigheden – niet worden uitgesloten.

9.3 Toerekening aan de uitgevende instelling: schuld of risico?

Het uitbrengen van een misleidend prospectus kan in de eerste plaats worden gezien als een onrechtmatige daad van de uitgevende instelling zelf. Zij kan beschouwd worden als verrichter van een misleidende handelspraktijk in de zin van art. 6:193a-c BW respectievelijk openbaarmaker van een misleidende mededeling in de zin van art. 6:194 BW.

In dit verband rijst de vraag op welke grond dit onrechtmatige handelen aan de uitgevende instelling kan worden toegerekend. Kan toerekening geheel buiten schuld op grond van de verkeersopvattingen plaatsvinden, zodat gesproken kan worden van risicoaansprakelijkheid, of zijn er omstandigheden denkbaar op grond waarvan de uitgevende instelling zich moet kunnen disculperen? In dit laatste geval zou schuldaansprakelijkheid het uitgangspunt moeten zijn. De meer recente jurisprudentie bevat hierover geen duidelijke aanknopingspunten, ook omdat in veel gevallen de uitgevende instelling niet, naast de lead manager(s), mede in rechte is betrokken. In de World Online-zaak is de uitgevende instelling weliswaar in rechte betrokken, maar kwam de toerekenbaarheid bij Hof en Hoge Raad niet aan de orde, omdat de rechtsstrijd zich voornamelijk beperkte tot de onrechtmatigheid in het kader van de gevorderde verklaring voor recht.

De meest voor de hand liggende grond waarop de uitgevende instelling afwezigheid van schuld met betrekking tot misleidende prospectusmededelingen zou kunnen bepleiten, lijkt dwaling te zijn. Verontschuldigbare dwaling, hetzij ten aanzien van het objectieve recht (de inhoudelijke prospectusvoorschriften) hetzij ten aanzien van de feiten (de juistheid en volledigheid van de prospectusinformatie) sluit schuld uit.¹³ Het beroep van de uitgevende instelling op dwaling zou op tweeërlei wijze gestalte kunnen krijgen. De uitgevende instelling zou kunnen betogen dat zij verontschuldigbaar dwaalt ten aanzien van de juistheid of volledigheid van meer technisch getinte, voor haarzelf moeilijk toegankelijke infor-

12 Hof Amsterdam (OK) 5 april 2012, LJN: BW0991 (VEB c.s./Ageas (Fortis)), r.o. 6.61.

13 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 109.

matie in het prospectus – bijv. de jaarrekening, statistische informatie – waarover zij door haar eigen deskundige adviseurs verkeerd is voorgelicht. De informatie is weliswaar aan het licht gekomen, maar is zowel door de uitgevende instelling als door haar adviseurs verkeerd geapprecieerd en in het prospectus verwerkt. Mocht in een dergelijk geval al tot afwezigheid van schuld worden geconcludeerd, dan lijkt toerekening aan de uitgevende instelling alsnog te moeten plaatsvinden op grond van de verkeersopvattingen.¹⁴ Het gaat om omstandigheden die geheel aan de kant van de uitgevende instelling liggen en daarom voor haar rekening dienen te komen.

De tweede wijze waarop aan een beroep op dwaling van de uitgevende instelling vorm kan worden gegeven is de zo geheten *due diligence defence*. Voor de lead manager is dit, zoals hieronder zal blijken, in de praktijk het belangrijkste verweer dat hem op het punt van toerekenbaarheid ter beschikking staat. In feite behelst de due diligence defence een beroep op verontschuldigbare dwaling ten aanzien van de juistheid en volledigheid van het prospectus. De verontschuldigbaarheid vloeit voort uit het feit dat adequaat onderzoek is verricht. Naast het onderzoek van de lead manager verricht ook de uitgevende instelling doorgaans¹⁵ ter voorbereiding van het prospectus een due diligence onderzoek naar zichzelf, daarin bijgestaan door haar eigen advocaten, accountants en fiscalisten. De resultaten daarvan worden veelal ook aan de lead manager verstrekt. De uitgevende instelling zou als verweer kunnen voeren dat haar onderzoek adequaat is geweest, maar desalniettemin bepaalde informatie niet aan het licht heeft gebracht. Zij stelt daarom verontschuldigbaar te hebben gedwaald ten aanzien van de juistheid en volledigheid van het prospectus. De kans dat een dergelijk verweer zal slagen is klein. In tegenstelling tot de lead manager is de uitgevende instelling niet afhankelijk van informatievoorziening door derden. Zij beschikt – samen met haar adviseurs – in beginsel over alle voor het prospectus relevante informatie. Wanneer ondanks het eigen due diligence onderzoek van de uitgevende instelling bepaalde informatie niet boven water komt en dit tot onjuistheden of onvolledigheden in het prospectus leidt, lijkt het onderzoek in beginsel als inadequaat te moeten worden beoordeeld en is de dwaling niet verontschuldigbaar. Toerekening aan de uitgevende instelling kan in dat geval plaatsvinden op grond van schuld.¹⁶

Ook een alternatieve, meer globale benadering is mogelijk. Veel prospectussen bevatten een uitdrukkelijke verklaring van de uitgevende instelling dat zij verantwoordelijkheid voor de prospectusinformatie aanvaardt en dat, voor zover haar bekend, de gegevens in het prospectus in overeenstemming zijn met de werkelijkheid en geen materiële omissies bevatten.¹⁷ Volgt men het betoog van Schut, dan vloeit uit deze verantwoordelijkheid van de uitgevende instelling recht-

14 Zie Parlementaire Geschiedenis Boek 6 BW, p. 618-619 en Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 121, waar wordt opgemerkt dat (ook verontschuldigbare) dwaling krachtens verkeersopvattingen voor rekening van de dader kan komen. Daarnaast is niet uitgesloten dat de uitgevende instelling ex art. 6:171 BW kwalitatief aansprakelijk is voor mogelijk onrechtmatig handelen van haar adviseurs jegens beleggers.

15 Soms wordt in kleinere emissies vanuit het oogpunt van noodzakelijke kostenbesparing volstaan met een due diligence onderzoek door (de adviseurs van) één der partijen i.p.v. twee parallel lopende onderzoeken.

16 Nederveen 1997, p. 92 merkt op dat de uitgevende instelling zich onder het recht van de Vereigde Staten evenmin van de *due diligence defence* kan bedienen.

17 Voor ex art. 5:2 Wft uitgebrachte, door de AFM goed te keuren prospectussen is een dergelijke verklaring verplicht uit hoofde van (o.m.) Bijlage I sub 1.1-1.2 Prospectusverordening. Zie bijv. prospectus Delta Lloyd d.d. 19 oktober 2009, p. 49.

streeks voort, dat misleidende prospectusmededelingen haar kunnen worden toegerekend. Toerekenbaarheid is volgens Schut verantwoordelijkheidsgevolg. Beide begrippen liggen in elkaars verlengde.¹⁸

Bij elkaar genomen lijkt nauwelijks denkbaar dat een uitgevende instelling die een misleidend prospectus heeft uitgebracht door middel van een toerekenbaarheidsverweer aan aansprakelijkheid kan ontkomen. Ook het eventuele feit dat de uitgevende instelling een nieuwkomer op de kapitaalmarkt is – de *first time issuer*; er zal dan sprake zijn van een ipo – en zich op onervarenheid beroept zal hier weinig aan veranderen. Mogelijk treft haar dan in specifieke situaties minder snel een verwijt, maar gebrek aan ervaring is een persoonlijke eigenschap die veelal krachtens verkeersopvattingen voor rekening van de pleger van de onrechtmatige daad zal komen.¹⁹ Voor wat betreft de uitgevende instelling lijkt dan ook, in de woorden van Schoordijk, sprake te zijn van een ‘naar risico tendende prospectusaansprakelijkheid’.²⁰

9.4 Toerekening aan de lead manager: schuld of risico? Coop-arrest

De lead manager verkeert in een positie die op een tweetal punten fundamenteel afwijkt van die van de uitgevende instelling. Op de eerste plaats beschikt de lead manager niet over informatie uit de eerste hand. Hij is voor de gegevens die nodig zijn voor het opstellen van het prospectus voor een belangrijk deel afhankelijk van de uitgevende instelling. Dat geldt in ieder geval ten aanzien van feitelijke informatie betreffende de uitgevende instelling die niet openbaar is.²¹ Dit verschil in positie heeft Schaafsma destijds doen opmerken dat aansprakelijkheid van de lead manager minder snel moet worden aangenomen dan van de uitgevende instelling.²² Dit kan worden bereikt door aan te nemen dat het uitbrengen van een misleidend prospectus eerder aan de uitgevende instelling dan aan de lead manager moet worden toegerekend. In de praktijk is dit ook het geval, omdat – zoals in de vorige paragraaf wordt betoogd – de *due diligence defence*, het belangrijkste verweermiddel van de lead manager, in het algemeen niet aan de uitgevende instelling ter beschikking zal staan.

Voorts beschikt de lead manager over meer deskundigheid en ervaring dan de uitgevende instelling op het gebied van kapitaalmarkttransacties. De lead manager is een *repeat player* die een groot aantal vergelijkbare transacties heeft begeleid en daardoor de mogelijke problemen en valkuilen kent. Uitgevende instellingen – zelfs de meest doorgewinterde *frequent issuers* – zullen deze mate van ervaring niet kunnen evenaren. Daarnaast is de lead managers afhankelijkheid

18 Zie par. 5.5.5.2, waar de leer-Schut inzake het begrip ‘verantwoordelijkheid’ – ook buiten de context van het prospectus – wordt besproken.

19 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 121; Parlementaire Geschiedenis Boek 6 BW, p. 618-619. Een andere benadering is, dat de onervaren partij een *verwijt* kan worden gemaakt omdat hij de handeling ondanks het ontbreken van voldoende bagage toch heeft verricht dan wel zich niet van deskundige bijstand heeft voorzien. Dit illustreert hoe dicht toerekening krachtens schuld en krachtens risico bij elkaar kunnen liggen. Zie Memelink 2008, p. 41-42.

20 Schoordijk 1997, p. 344. Overigens heeft Schoordijk met deze constatering de lead manager, en niet de uitgevende instelling, op het oog.

21 Zie de indeling van prospectusinformatie in par. 7.7.

22 Schaafsma 1986, p. 155. In gelijke zin Timmerman 1996, p. 67-68; Raaijmakers 1995, p. 224-225.

van experts doorgaans minder groot dan die van de uitgevende instelling. De meeste lead managers beschikken over eigen professionele medewerkers die op min of meer gelijkwaardig niveau met de externe accountant van de uitgevende instelling en eventuele andere experts kunnen communiceren. Voor (kleinere) uitgevende instellingen geldt dit doorgaans niet. Van de lead manager mag dan ook een kritische(r) houding worden verwacht ten opzichte van experts die een bijdrage leveren aan het prospectus.

Het hieronder te bespreken Coop-arrest van de Hoge Raad uit 1994 kleurt aansprakelijkheid van de lead manager voor een misleidend prospectus in als schuld-aansprakelijkheid. Een van de centrale vragen in het arrest is, of ABN AMRO als lead manager een *verwijt* treft ter zake van de misleidende informatie in het prospectus.²³ In de literatuur naar aanleiding van het arrest wordt betoogd dat schuld – in tegenstelling tot risico – als grondslag van aansprakelijkheid van de lead manager wenselijk is.²⁴

Het moge zo zijn dat sinds het wijzen van het Coop-arrest schuld aansprakelijkheid van de lead manager voor het prospectus als geldend recht moet worden beschouwd, zonder meer vanzelfsprekend is dit niet. Aanhangers van de risicotherapie zouden kunnen betogen dat de uitgevende instelling en de lead manager, door met hun (misleidende) aanbieding ‘de markt op te gaan’, daarmee een verhoogd gevaar of risico voor beleggers scheppen (gevaartheorie) dan wel een voordeel behalen (profijttheorie) en dan ook de eventuele schadelijke gevolgen voor hun rekening dienen te nemen.²⁵ Begin vorige eeuw, toen nog niet het effectenverkeer maar het gemotoriseerde wegverkeer in opkomst was en het aantal verkeersongevallen sterk toenam, is met name de gevaartheorie inspiratiebron geweest voor het invoeren in 1935 van een wettelijke risicoaansprakelijkheid van de eigenaar van een motorrijtuig.²⁶ Deze risicoaansprakelijkheid is nog altijd te vinden in art. 185 WWV. Ook aansprakelijkheid van de producent voor gebrekkige produkten is door de wetgever in art. 6:185 e.v. BW geconstrueerd als een risicoaansprakelijkheid. Voor een dergelijke route is in het geval van het misleidende prospectus niet gekozen.

Daarnaast kan niet worden uitgesloten dat ontwikkelingen die zich na het Coop-arrest hebben voorgedaan in voorkomend geval tot andere gezichtspunten zullen leiden inzake de grondslag van mogelijke aansprakelijkheid van de lead manager voor een misleidend prospectus. Allereerst is het Coop-arrest geweest

23 HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade (Coop), r.o. 4.4.

24 Zie bijv. Blom 1996, p. 102-103; Verkade, noot sub 27 onder het Coop-arrest. Timmerman 1996, p. 78-80 gaat eveneens uit van schuld aansprakelijkheid. Anders: Schoordijk 1997, p. 342, die pleit voor een *garantieplichting* van de lead manager, welke ‘in vele gevallen’ wordt gerechtvaardigd door het door de lead manager bij beleggers opgewekte vertrouwen dat het met de uit te geven aandelen ‘wel goed zit’. Schoordijk geeft echter niet aan in welke gevallen het anders is. Wanneer dat precies de gevallen zouden zijn waarin de lead manager adequaat due diligence onderzoek heeft verricht en daarom geen schuld heeft, komt zijn visie toch neer op schuld aansprakelijkheid.

25 Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 27. Bij dit alles moet bedacht worden dat de kwestie schuld-risico niet zwart-wit is. Door verschillende auteurs is aangetoond dat schuld en risico niet scherp te onderscheiden zijn en vaak in elkaar overlopen; zie Schut 1969 (in “De lure”, p. 52-54) en Memelink 2008, p. 41-42. Ook is wel betoogd dat, wanneer de dader dwaalt ten aanzien van een feitelijke omstandigheid (in casu: misleiding) die bestanddeel is van de overtreden norm (in casu: art. 6:193c/194 BW) toerekening zowel op schuld als op verkeersopvattingen kan berusten; zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 110, met verwijzing naar Sieburgh 2000, p. 134-135.

26 Zie voor de overwegingen en discussies in de aanloopperiode kort Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 273 met verwijzingen en uitgebreid Ekering 1941, p. 28 e.v.

onder het oude recht, waarvan art. 1401 BW uitgaat van schuldaansprakelijkheid en art. 1416b lid 2 BW disculpatie van de lead manager slechts ophangt aan het door hem te leveren bewijs ‘dat hem geen verwijt treft’. Op 1 januari 1992 is art. 1416b BW (oud) vervangen door het huidige art. 6:195 BW. Lid 2 van deze bepaling maakt de disculpatielast voor de aangesproken lead manager in theorie zwaarder. Hij dient te bewijzen dat de misleiding ‘noch aan zijn schuld is te wijten noch *op andere grond* voor zijn rekening komt’. Daarmee is de bepaling afgestemd op het nieuwe toerekeningscriterium van het – eveneens op 1 januari 1992 in werking getreden – art. 6:162 lid 3 BW, dat toerekening buiten schuld krachtens verkeersopvattingen mogelijk maakt. Hartkamp en Sieburgh stellen enerzijds dat met deze wetswijziging geen toename van het aantal aansprakelijkheidsgevallen wordt beoogd, maar:

‘Anderzijds kan niet worden ontkend dat de bepaling de *mogelijkheid* biedt de grenzen van de aansprakelijkheid wijder uit te zetten. Het is niet moeilijk gevallen te noemen waarin schuld afwezig is, althans waarin men sterk kan twifelen of schuld aanwezig is en waarin het aannemen van aansprakelijkheid buiten schuld door velen als redelijk zal worden ervaren (...).’²⁷

Voor beantwoording van de vraag of in een concreet geval misleiding in het prospectus aan de lead manager buiten schuld, op grond van verkeersopvattingen kan worden toegerekend is het noodzakelijk vast te stellen wat de inhoud van de verkeersopvattingen is. Hiervoor worden doorgaans twee aanknopingspunten bepalend geacht: (1) de hoedanigheid van de dader en (2) de aard van zijn gedraging.²⁸ Voor wat betreft het eerste aanknopingspunt is denkbaar dat de (veronderstelde) deskundigheid van de dader meebrengt dat onrechtmatig handelen op het terrein van zijn expertise ook buiten schuld voor zijn rekening dient te komen. Zoals al werd betoogd, is de lead manager een dader die bij uitstek over expertise op de kapitaalmarkt beschikt, en de (particuliere) belegger juist niet. Het tweede aanknopingspunt kan aanleiding geven tot toerekening buiten schuld, wanneer de onrechtmatige gedraging ‘een risico in het leven roept dat uitsteekt boven het algemene risico dat met het leven samenhangt en dat mensen wederzijds van elkaar kunnen verwachten’.²⁹ Verdedigbaar is dat het begeleiden door de lead manager van een openbare emissie op de kapitaalmarkt en het (mede) uitbrengen van een emissieprospectus met sterke afhankelijkheid van informatie van derden, per definitie een risico verhogende gedraging is. Een meer terughoudende stellingname zou zijn, dat begeleiding van *bepaalde* emissies risicoverhoging in het maatschappelijk verkeer teweeg brengt, bijv. emissies door ondernemingen in financiële nood van *rescue capital*, waarbij het slagen van de emissie bepalend is voor het voortbestaan van de onderneming. In dergelijke gevallen kan de neiging om de emissie hoe dan ook door te zetten, desnoods met gebruik van gebrekkige of onduidelijke informatie, risico verhogend werken.

Een andere factor in het post-Coop tijdperk die naar mijn mening dient mee te wegen bij het al dan niet hanteren van een strict schuldvereiste voor de lead manager is de uitvaardiging van Prospectusrichtlijn 2003/71. Een van de voor-

27 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 121.

28 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 123-125.

29 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 125.

naamste doelstellingen van deze richtlijn is beleggersbescherming, een begrip dat de verhoudingen op de kapitaalmarkt gaandeweg steeds sterker is gaan inkleuren. Op grond van art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn dienen de lidstaten ervoor zorg te dragen dat hun wettelijke bepalingen inzake civielrechtelijke aansprakelijkheid van toepassing zijn op degenen die verantwoordelijk zijn voor het prospectus. Met deze bepaling wordt beoogd om via de band van het nationale recht effectieve rechtsbescherming aan beleggers te verlenen. De Hoge Raad heeft in het World Online-arrest laten zien hoe ingrijpend deze richtlijnbeepaling op het nationale recht kan inwerken door het door de belegger te leveren causaliteitsbewijs aanzienlijk te verlichten.³⁰ Niet valt uit te sluiten dat, in gevallen waarin geen sprake is van schuld van de lead manager maar waarin – in de bewoordingen van Hartkamp en Sieburgh – ‘het aannemen van aansprakelijkheid buiten schuld door velen als redelijk zal worden ervaren’ aansprakelijkheid van de lead manager op basis van verkeersopvattingen door de rechter zal worden aangenomen. Voorstelbaar is bijvoorbeeld dat het geval waarin de lead manager bereid is de emissie te begeleiden van een onderneming die haar informatiesystemen niet op orde heeft zich voor toerekening op basis van verkeersopvattingen leent, ook al is door de lead manager adequaat due diligence onderzoek verricht. Het beginsel van effectieve rechtsbescherming van de belegger, vervat in art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn, biedt daarvoor een basis.

Het voorgaande afsluitend kan worden gesteld dat (stricte) toepassing van schuld als toerekeningsgrondslag voor prospectusaansprakelijkheid van de lead manager weliswaar uit het Coop-arrest lijkt te volgen, maar voor de toekomst niet in steen gegrift staat.

Wanneer handelt de lead manager verwijtbaar? In ieder geval wanneer hij van het misleidende karakter van de mededelingen *op de hoogte* is en desondanks meewerkt aan openbaarmaking van het prospectus. Zonder twijfel kan in dat geval toerekening op basis van schuld plaatsvinden. Voor het geval waarin de lead manager *onkundig* is van de misleiding, kunnen drie varianten worden onderscheiden.³¹ (1) De lead manager heeft een adequaat due diligence onderzoek uitgevoerd, dat desondanks de juiste feiten niet aan het licht heeft gebracht (bijv. omdat de uitgevende instelling deze bewust en stelselmatig heeft achtergehouden). De lead manager treft in dat geval geen verwijt. Ook verkeersopvattingen bieden geen basis voor toerekening aan de misleide lead manager die heeft gedaan wat binnen zijn vermogen ligt. (2) De lead manager heeft geen of onvoldoende due diligence onderzoek verricht; had hij dit wel gedaan, dan had hij de misleiding aan het licht kunnen brengen. De lead manager heeft in die situatie verwijtbaar gehandeld. Toerekening kan plaatsvinden op grond van schuld. (3) De lead manager heeft geen of onvoldoende due diligence onderzoek verricht; niet aannemelijk is echter, dat voldoende onderzoek de misleiding aan het licht had kunnen brengen (ook hier geldt als voorbeeld het geval waarin de uitgevende instelling de lead manager bewust heeft misleid). Over deze situatie lopen de

30 HR 27 november 2009, NJ 2014, 201 m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43 m.nt. K. Frielink (World Online), r.o. 4.11.1-2. De beide lead managers zijn in die procedure (naast de uitgevende instelling) medegeedaagden, zodat de bewijslastverlichting geacht moet worden ook tegen hen te gelden.

31 Ik integreer hiermee de indelingen van verschillende typen situaties gegeven door Blom 1996, p. 102-104; Ndervee 1997, p. 96-101; en Boele 1997, p. 69.

meningen uiteen. Blom rekent aan de lead manager toe op grond van schuld, omdat deze door het achterwege laten van voldoende onderzoek niet voldoet aan de gerechtvaardigde verwachting van de belegger en daarmee verwijtbaar handelt.³² Nederveen is van mening dat de lead manager geen verwijt treft, maar rekent wel toe op basis van verkeersopvattingen.³³ Boele is – als ik hem goed begriep – van mening dat de lead manager, ondanks het achterwege laten van onderzoek, door het feit dat dit toch niets had opgeleverd is gedisciplineerd. Hij rekent daarom niet toe, ook niet op grond van verkeersopvattingen.³⁴

In het sub 3 bedoelde geval kan tegen de mening van Boele worden ingebracht, dat achteraf nooit met zekerheid gesteld of bewezen kan worden dat een deugdelijk due diligence onderzoek de misleiding niet zou hebben onthuld. Er is altijd een mogelijkheid dat door het stellen van de juiste vragen door de lead manager hetzij (a) materiële punten, die de uitgevende instelling in eerste instantie uit het zicht heeft verloren, alsnog worden opgebracht hetzij (b) de uitgevende instelling niet volhardt in een aanvankelijk voorgenomen poging tot bewuste fraude of misleiding. Dit pleit tegen disculpatie wanneer adequaat onderzoek achterwege is gelaten. De lead manager heeft simpelweg niet ‘gedaan wat hij kon’ en niet kan worden uitgesloten dat dit ‘iets’ had opgeleverd. Naar mijn mening verdient de conclusie waartoe Blom en Nederveen komen, i.e. wèl toerekenen op basis van hetzij schuld hetzij verkeersopvattingen, dan ook de voorkeur.

Uit het voorgaande volgt dat de belangrijkste manier voor de lead manager om aan aansprakelijkheid te ontkomen het verrichten van een adequaat due diligence onderzoek is. Het daarop betrekking hebbende verweer, dat ook in diverse andere jurisdicties tot vrijtekening kan leiden,³⁵ staat internationaal bekend als de *due diligence defence*. Naar Nederlands recht moet het verweer naar mijn mening worden gekwalificeerd als een beroep op verontschuldgbare dwaling ten aanzien van de juistheid en volledigheid van het prospectus. Verontschuldgbare dwaling sluit schuld uit.³⁶ Heeft de lead manager geen adequaat due diligence onderzoek verricht, dan is de dwaling niet verontschuldgbaar en kan toerekening aan de lead manager plaatsvinden op grond van schuld (mogelijk – in het hierboven sub 3 bedoelde geval conform de opvatting van Nederveen – op grond van verkeersopvattingen).³⁷

Aan het due diligence onderzoek worden hoge eisen gesteld. In de praktijk komt het erop neer, dat de uitgevende instelling juridisch, financieel, fiscaal, commercieel en anderszins volledig door de lead manager en diens adviseurs

32 Blom 1996, p. 103-104. Hij baseert zich daarbij op Hof Amsterdam 27 mei 1993, NJ 1993, 682 (Coop), r.o. 5.6 waar het Hof volgens hem een samenhang releveert tussen verwijtbaarheid van de lead manager en de gerechtvaardigde verwachtingen van de gemiddelde belegger.

33 Nederveen 1997, p. 101. Maar op p. 97 lijkt hij het tegendeel te betogen: ‘Aansprakelijkheid voor onderwriters dient echter alleen te ontstaan, indien een due diligence-onderzoek, dat aan bepaalde maatstaven voldoet, de onjuistheid en/of onvolledigheid in redelijkheid aan het licht had kunnen brengen.’

34 Boele 1997, p. 69.

35 Bijv. in Duitsland, omdat adequate due diligence met zich brengt dat is voldaan aan de algemene *Sorgfaltspflicht* van de lead manager jegens beleggers (Assmann & Schütze 2007, p. 348-349; Arons 2012, p. 161). In Engeland is de due diligence defence als uitzondering op prospectusaansprakelijkheid wettelijk vastgelegd in art. 90(2) j.o. par. 2 Schedule 10 Financial Services and Markets Act 2000.

36 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 109. Zie ook hierboven, (tekst bij) noot 13.

37 Ten aanzien van de door de accountant of andere experts onderzochte of aangeleverde delen van het prospectus ligt dit genuanceerder. Een volledig due diligence onderzoek, in de zin dat de lead manager het werk van de accountant nog eens over doet, wordt niet van hem geveerd. Zie de hieronder te bespreken Coop-zaak.

wordt doorgelicht. Het due diligence onderzoek vormt een van de grootste – uiteindelijk door de uitgevende instelling te dragen – kostenposten in een kapitaalmarkttransactie. Voor de grenzen van hetgeen op dit punt van de lead manager mag worden verwacht, is nog steeds het arrest van de Hoge Raad uit 1994 inzake Coop bij uitstek van belang.

In juni 1987 en juli 1988 geeft Coopag Finance BV een tweetal obligatieleningen uit ter financiering van haar enige aandeelhouder Co op AG, die de beide leningen garandeert. Voor elk van beide leningen wordt een prospectus uitgegeven, waarin de geconsolideerde jaarrekening met goedkeurende accountantsverklaring wordt opgenomen. ABN AMRO is de lead manager van de beide emissiesyndicaten. In beide prospectussen is namens het betreffende syndicaat de verklaring opgenomen dat de prospectusgegevens voor zover bekend in overeenstemming zijn met de werkelijkheid. De obligaties worden aan de Amsterdamse beurs genoteerd.

In oktober 1988 wordt via de pers negatieve informatie over Co op AG bekend. Uiteindelijk blijkt, dat in de in de prospectussen opgenomen jaarrekeningen, hoewel opgesteld in overeenstemming met Duits recht, 214 groepsmaatschappijen van Co op AG en een verlies van ca. DM 2 miljard buiten de consolidatie zijn gehouden. Na de negatieve berichtgeving daalt de koers van de obligaties. Namens de teleurgestelde beleggers betreft een daartoe opgerichte belangenvereniging ABN AMRO in rechte en vordert o.m. een verklaring voor recht dat de bank onrechtmatig jegens beleggers heeft gehandeld door het uitgeven van een misleidend prospectus alsmede vergoeding van schade nader op te maken bij staat. In een tussenvonnis van 30 oktober 1991 (IER 1992, 23) komt de Rechtbank Amsterdam tot de voorlopige conclusie dat sprake is van misleiding en legt zij de bewijslast voor de juistheid en volledigheid van de prospectussen en voor de schuldvraag ex art. 1416b BW (oud) – het huidige art. 6:195 BW – bij de bank als mede-bepaler van de inhoud. Het hoger beroep tegen dit tussenvonnis wordt door het Hof Amsterdam bij arrest van 27 mei 1993 (NJ 1993, 682) afgewezen. Daarna volgt cassatieberoep.

In het kader van de toerekenbaarheid die in deze paragraaf aan de orde is, is het springende punt de vraag in hoeverre de bank op de jaarrekeningen van Co op AG mocht afgaan. Deze waren immers door de accountants van laatstgenoemde onderzocht en van goedkeurende verklaringen voorzien. De bank betoogt dat haar verplichting als lead manager om informatie te controleren een grens vindt waar deze reeds door een onafhankelijke deskundige – in dit geval een accountant – is gecontroleerd. Het betreft *expertized information*. Haar treft derhalve geen verwijt ten aanzien van het misleidende karakter van de jaarrekeningen en het prospectus.

De Hoge Raad verwerpt dit betoog van de bank met de volgende overweging:

‘Niet als algemene regel kan worden aanvaard dat een bank die optreedt als lead manager bij de samenstelling van de tekst van het prospectus ten behoeve van een emissie, zonder meer mag afgaan op de jaarrekeningen van de emitterende vennootschap indien deze reeds zijn gecontroleerd en goedgekeurd door een of meer accountants. (...) Het antwoord op de vraag of de bank in zodanig geval op de juistheid en volledigheid van de jaarrekeningen mocht vertrouwen hangt af van de *omstandigheden van het geval*. Daarbij kan onder meer van belang zijn of de inlichtingen welke de bank heeft verkregen van de uitgevende instelling zelf of van de instelling die – eventueel – de betaling van de uit te geven obligaties garandeert, reden gaven om te twijfelen aan de financiële positie van de uitgevende instelling en de garant. Voorts kunnen daarbij van belang zijn inlichtingen die de bank heeft verkregen van de accountant(s) die de jaarrekening heeft

(hebben) gecontroleerd en de door hem (hen) gehanteerde methodes en maatstaven. Tenslotte kunnen voor beantwoording van de hier bedoelde vraag ook van belang zijn inlichtingen van de bank of de banken, die de uitgevende instellingen tot cliënt hebben of hebben gehad.³⁸ [curs. jpf]

Daarmee legt de Hoge Raad een vergaande onderzoekspllicht op de lead manager. Of hij op deze *expertized information* mag afgaan, hangt af van de omstandigheden van het geval. Met dit laatste knoopt de Hoge Raad aan bij de wijze waarop de parlementaire geschiedenis invulling geeft aan het verwijtbaarheids criterium.³⁹ De lead manager dient zich terdege te informeren bij de uitgevende instelling zelf, de accountant en in bredere zin in de markt (bij andere banken die bekend zijn met de uitgevende instelling). Slechts wanneer daaruit geen reden tot twijfel voortvloeit over de betrouwbaarheid van de *expertized information*, kan de lead manager aanvullend onderzoek achterwege laten zonder dat hem daarvan later een verwijt treft wanneer deze informatie toch misleidend blijkt te zijn. Timmerman wijst er, mijns inziens terecht, op dat de Hoge Raad hiermee niet beoogt te stellen dat de lead manager het onderzoek van de accountant moet overdoen.⁴⁰ De rechtbank heeft dit laatste in zijn eindvonnis uitdrukkelijk bevestigd.⁴¹ In datzelfde eindvonnis is vastgesteld dat er voor de lead manager in de Coop-zaak wel degelijk redenen waren om aan de betrouwbaarheid van de verkregen informatie (waaronder de jaarrekeningen) te twijfelen, dat hij daarom aanvullend onderzoek had moeten verrichten en schuld heeft aan de misleiding in de beide prospectussen.⁴²

In het Coop-arrest legt de Hoge Raad een onderzoekspllicht op de lead manager voor wat betreft *expertized information*. Het grootste deel van de gegevens die in het prospectus worden opgenomen wordt echter niet door experts gecontroleerd en is zonder verificatie afkomstig van de uitgevende instelling zelf. Het lijkt vanzelfsprekend dat voor dergelijke gegevens a fortiori een onderzoekspllicht geldt. Deze onderzoekspllicht zal uit de aard der zaak verder moeten strekken dan die ten aanzien van *expertized information*.⁴³

9.5 Schuldmaatstaf: eenvoudige of grove nalatigheid?

Zoals in de vorige paragraaf naar voren kwam, moet volgens meerdere auteurs aansprakelijkheid van de uitgevende instelling eerder worden aangenomen dan aansprakelijkheid van de lead manager.⁴⁴ In de praktijk zal dit zijn beslag krijgen doordat het belangrijkste verweermiddel van de lead manager, de *due diligence defence*, doorgaans niet aan de uitgevende instelling ter beschikking zal staan. De vraag is of er daarnaast eveneens reden is om te differentiëren op het punt van de schuldmaatstaf: moet voor de uitgevende instelling een *strenger* schuldvereiste

38 HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade (Coop), r.o. 4.4.

39 Kamerstukken II 1975-1976, 13 611, nr. 3, p. 13; zie de hierboven in par. 9.1 geciteerde passage.

40 Timmerman 1996, p. 79. In gelijke zin Nederveen 1997, p. 100.

41 Rb. Amsterdam 28 augustus 1996, JOR 1996/108 (Coop), r.o. 10.2.

42 R.o. 11-12. De redenen waren gelegen in (1) de ontvangst – in een laat stadium – door de lead manager van een onafhankelijk onderzoeksrapport waarin melding werd gemaakt van mogelijke omvangrijke financiële verplichtingen die niet op de balans waren opgenomen en (2) het feit dat Deutsche Bank er in dezelfde periode van had afgezien om als lead manager de ipo van Co op AG op de beurs van Frankfurt te begeleiden.

43 Aldus eveneens Timmerman 1996, p. 79-80.

44 Zie noot 22 met bijbehorende tekst.

gelden – in de zin dat een *lichtere* mate van schuld volstaat – dan voor de lead manager? Deze vraag hebben wetgever en doctrine in Duitsland zichzelf gesteld. De Duitse wetgever heeft uiteindelijk van differentiëring afgezien. Op grond van art. 45(1) Börsengesetz geldt voor de aansprakelijkheid van zowel de uitgevende instelling als de lead manager het vereiste van opzet of grove nalatigheid.⁴⁵ Dat van differentiëring is afgezien

‘(...) lässt sich mit der *gemeinsamen primären Verantwortung von Emittent und Emissionsbegleiter* für die Prospekttrichtigkeit und –vollständigkeit rechtfertigen, welche einer Differenzierung (...) entgegensteht. Die unterschiedlichen Möglichkeiten von Emittenten und Emissionsshelfern, Prospektmängel zu vermeiden, lassen sich aber gleichwohl dadurch berücksichtigen, dass ein Emittent im Hinblick auf den Nachweis der nicht auf grober Fahrlässigkeit beruhende Unkenntnis des Prospektmangels strengeren Anforderungen unterliegt als Emissionsbegleiter.’⁴⁶ [curs. jpf]

Uit de gecursiveerde tekst volgt, dat men in Duitsland de verantwoordelijkheid voor de juistheid en volledigheid van het prospectus als een *gezamenlijke primaire verantwoordelijkheid* van uitgevende instelling en lead manager beschouwt. Daarom wordt voor beide dezelfde schuldmaatstaf – i.e. opzet of grove nalatigheid – gehanteerd. Wel wordt uitgegaan van een differentiëring van de bewijslast, die ex art. 45(1) Börsengesetz, evenals in het Nederlandse recht, is omgekeerd ten faveure van de belegger. Aan het door de uitgevende instelling te leveren bewijs dat geen sprake is van opzet of grove schuld mogen strengere eisen worden gesteld dan aan het bewijs van de lead manager. Van grove nalatigheid is sprake

‘(...) wenn die erforderliche Sorgfalt bei der Erstellung eines Prospekts bzw. der Mitwirkung bei der Erstellung desselben in besonders schwerem Masse verletzt wurde. Bloss fahrlässige Unkenntnis der Prospektmängel führt nicht etwa zu einer anteilmässigen Minderung des Prospekthaftungsanspruchs, sondern ist unbeachtlich. Grobe Fahrlässigkeit ist etwa anzunehmen, wenn ein Prospektverantwortlicher *konkrete Anhaltspunkte* für die Unrichtigkeit von Prospektangaben hat oder Informationen vorliegen, die *Zweifel an der Richtigkeit* der Angaben wecken müssen, ohne dass er diesen nachgeht.’⁴⁷ [curs. jpf]

Het Coop-arrest geeft niet aan in welke mate sprake moet zijn van verwijtbaarheid van de lead manager om de misleiding aan hem te kunnen toerekenen. Bij gebreke van een duidelijke schuldmaatstaf moet worden aangenomen dat eenvoudige nalatigheid voldoende is. Of dit in de praktijk tot andere uitkomsten leidt dan onder het Duitse recht, valt met het oog op bovenstaand citaat te betwijfelen. Ook naar Nederlands recht zal de lead manager in geval van concrete aanknopingspunten die twijfel oproepen over de juistheid van prospectusinformatie verder onderzoek moeten doen. De ‘*konkrete Anhaltspunkte*’ in het Duitse recht lijken op het eerste gezicht veel op de ‘omstandigheden van het geval’ van het Coop-arrest.⁴⁸

45 Zie de uitleg van Assmann & Schütze 2007, p. 347-348.

46 Assmann & Schütze 2007, p. 348 met verwijzing naar literatuur en wetsgeschiedenis.

47 Assmann & Schütze 2007, p. 348.

48 Zie r.o. 4.4., zoals deels geciteerd en besproken in par. 9.4.

Het criterium van grove nalatigheid als maatstaf voor prospectusaansprakelijkheid is in Duitsland wel verdedigd met het argument dat eenvoudige nalatigheid de facto een ‘*Garantiehafung*’ voor de juistheid en volledigheid van het prospectus zou inhouden, die door de belegger als een verzekeringspolis tegen onrendabele beleggingen zou worden ingezet. Daarbij komt de zuiver rechtspolitieke overweging dat een ruimere schuldmaatstaf – in de vorm van eenvoudige nalatigheid – ten koste zou gaan van de ‘*Attraktivität des Finanzplatzes Deutschland*’. Overigens is het belang van de juiste schuldmaatstaf ook wel gerespecteerd en is bepleit om op langere termijn het criterium van grove nalatigheid te vervangen door *einfache Fahrlässigkeit*, teneinde het Duitse recht aan de internationale standaard aan te passen.⁴⁹

De discussie die in Duitsland is gevoerd, zoals deze in het bovenstaande is samengevat, inspireert niet tot invoering van een gedifferentieerde schuldmaatstaf voor de uitgevende instelling en de lead manager in het Nederlandse recht. Hun verschil in positie komt voldoende tot uitdrukking in het al dan niet voorhanden zijn van de *due diligence defence*. Daarbij kan eenvoudige nalatigheid het uitgangspunt blijven. Het Duitse en het Nederlandse recht lijken op het punt van de toerekenbaarheid op het eerste gezicht niet tot afwijkende resultaten te voeren.

9.6 De due diligence defence

Wanneer door beleggers voldoende gemotiveerd wordt gesteld dat het prospectus misleidende mededelingen bevat en de lead manager er niet in slaagt het tegendeel te bewijzen, staat hem een tweede verdedigingsmiddel ter beschikking. Uit hoofde van art. 6:195 lid 2 BW kan hij zich disculperen door te bewijzen dat de misleiding niet aan zijn schuld is te wijten noch op andere grond voor zijn rekening (i.e. risico) komt. Met deze ‘andere grond’ wordt op de wet of de verkeersopvattingen van art. 6:162 lid 3 BW gedoeld.

De belangrijkste manier voor de lead manager om zich te disculperen is, door aan te tonen dat hij een adequaat due diligence onderzoek naar de uitgevende instelling heeft verricht.⁵⁰ Het succesvol instellen van deze *due diligence defence* betekent, dat toerekening aan de lead manager noch op grond van schuld noch op grond van verkeersopvattingen kan plaatsvinden. Aan welke maatstaven moet het due diligence onderzoek voldoen teneinde als adequaat te worden gekwalificeerd? De Coop-jurisprudentie⁵¹ geeft hiervoor enkele indicaties. Daarbij verdient opmerking dat het uitvoeren van een systematisch due diligence onderzoek naar de uitgevende instelling eind jaren 1980 – de periode waarin de beide obligaties-emissies van Coop plaatsvonden – in de Nederlandse kapitaalmarkt een betrekkelijk nieuw fenomeen was, dat in die tijd is komen overwaaien uit de Verenigde Staten. Van een gevestigde praktijk was nog geen sprake. Naar mijn mening ten onrechte, want hieronder zal blijken dat er al lang voor de Coop-zaak

49 Zie voor dit alles Hopt & Voigt 2005a, p. 84-86 met verwijzingen.

50 Voor de wijze waarop het due diligence onderzoek van de lead manager in de praktijk in zijn werk gaat, zie par. 3.2.2.5.

51 Besproken in par. 9.4.

rechtspraak was waaruit een brede onderzoeksverplichting voor de aanbiedende partij(en) kan worden gedistilleerd.

Aan de Coop-jurisprudentie zijn uitvoerige beschouwingen gewijd door Blom in zijn dissertatie. Blom komt tot de conclusie dat de redelijke verwachting van de belegger doorslaggevend is voor de mate van onderzoek die van de lead manager wordt verlangd. Voldoet het due diligence onderzoek van de lead manager niet aan deze verwachting, dan treft hem een verwijt ten aanzien van de daarmee in verband staande misleidende mededelingen in het prospectus.⁵² Blom baseert zich daarbij op het tussenvonnis van de rechtbank⁵³ en het arrest van het Hof. Laatstgenoemde instantie overweegt in dit kader als volgt:

‘Uit het voorgaande vloeit tevens voort, dat het antwoord op de vraag, of de Bank een verwijt treft niet los gezien kan worden van de “gerechtvaardigde verwachtingen” van de gemiddelde belegger als door de rechtbank in rechtsoverweging 10 [betrekking hebbende op het due diligence onderzoek; jpf] bedoeld.’⁵⁴

Opvallend is echter, dat de Hoge Raad het criterium van de ‘gerechtvaardigde verwachtingen van de gemiddelde belegger’ in zijn arrest niet overneemt. In navolging van A-G Mok grijpt de Hoge Raad terug op het criterium voor verwijtbaarheid uit de parlementaire geschiedenis. Of sprake is van verwijtbaarheid, is afhankelijk van de *omstandigheden van het geval*. Deze bepalen in concreto of de lead manager het misleidende karakter van de mededelingen reeds kende of behoorde te kennen dan wel of hij daarmee rekening had moeten houden.⁵⁵ Bij het beoordelen van de omstandigheden van het geval kan volgens de Hoge Raad onder meer van belang zijn of de inlichtingen die de lead manager van de uitgevende instelling heeft verkregen reden gaven om te twijfelen aan de betrouwbaarheid van bepaalde informatie in het prospectus. Ook inlichtingen verkregen van experts of derden kunnen meewegen.⁵⁶ A-G Mok legt in zijn conclusie op verhelderende wijze de verbinding met het door de lead manager uit te voeren due diligence onderzoek:

‘Niet alleen het op de hoogte *zijn* van de misleiding, maar ook het *behoren* te weten dat een mededeling misleidend is levert een verwijt op in de zin van het onderhavige artikel [i.e. art. 1416b (oud)/6:195 lid 2 BW; jpf]. In het kader van het *behoren* te weten speelt de vraag naar een eventuele onderzoekspllicht. Bij het *behoren* te weten is van belang welke deskundigheid en ervaring van een partij verwacht mag worden. Van een bank mag in financiële zaken een hoge mate deskundigheid en ervaring en daarom van zorgvuldigheid verwacht worden. Dit geldt te sterker wanneer de potentiële wederpartijen particuliere beleggers zijn.’⁵⁷ [curs. jpf]

Met het leggen van de nadruk op het *behoren* te weten wijst de A-G erop dat het schuldbegrip en daarmee de due diligence verplichting van de lead manager vol-

52 Blom 1996, p. 103-104 en p. 151-152.

53 Rb. Amsterdam 30 oktober 1991, IER 1992, 23 (Coop).

54 Hof Amsterdam 27 mei 1993, NJ 1993, 682 (Coop), r.o. 5.6 voorlaatste alinea.

55 Kamerstukken II 1975-1976, 13 611, nr. 3, p. 13. De betreffende passage is weergegeven in par. 9.1.

56 HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade (Coop), r.o. 4.4, waarvan het relevante deel is weergegeven in par. 9.4. Het ging in de Coop zaak om de betrouwbaarheid van de jaarrekeningen.

57 Conclusie A-G Mok bij Coop arrest sub 4.5.6.1.

gens de parlementaire geschiedenis moet worden geobjectiveerd.⁵⁸ Het criterium waarop de lead manager moet worden beoordeeld is, of hij in het kader van het due diligence onderzoek datgene heeft gedaan wat ‘van een bank met een hoge mate van deskundigheid en ervaring in financiële zaken mag worden verwacht’. De formulering van de A-G doet denken aan de bijzondere zorgplicht die door diverse schrijvers – in het kader van de maatschappelijke betamelijkheid van art. 6:162 lid 2 BW – in zijn algemeenheid wordt aangenomen voor rechtssubjecten met een specifieke maatschappelijke positie. Heeft een rechtssubject een maatschappelijke positie die relevante deskundigheid op het terrein waarop hij handelt impliceert, dan gelden strenge eisen voor de zorgvuldigheid die hij jegens derden in acht moet nemen. Van hem wordt verlangd dat hij handelt zoals verwacht kan worden van een redelijk handelend en redelijk bekwaam lid van de (deskundige) groep waartoe hij behoort.⁵⁹

Een en ander bij elkaar genomen, betekent het voorgaande naar mijn mening dat rechtbank en Hof met het aanleggen van de ‘gerechtvaardigde verwachtingen van de gemiddelde belegger’ als maatstaf voor verwijtbaarheid van de lead manager en daarmee voor de mate van onderzoek die van hem mag worden verwacht op een verkeerd spoor zaten. Dat spoor is niet in overeenstemming met het criterium voor verwijtbaarheid uit de parlementaire geschiedenis, dat aanknoopt bij de ‘omstandigheden van het geval’. Anders dan Blom ben ik dan ook niet geneigd dit spoor te volgen. Rechtbank en Hof zijn door de Hoge Raad niet expliciet teruggefloten, omdat tegen de door hen aangelegde maatstaf geen cassatiemiddelen waren gericht en het eindresultaat er in het geval van de Coop-procedure – i.e. aansprakelijkheid van de lead manager – niet anders door is geworden. Maar het is duidelijk dat de Hoge Raad de verwijtbaarheidsmaatstaf, en daarmee eveneens de maatstaf waaraan moet worden afgemeten of adequaat due diligence onderzoek heeft plaatsgevonden, in zijn arrest heeft rechtgezet. Niet de (ondeskundige en onervaren) gemiddelde belegger of diens verwachtingen, maar de omstandigheden van het geval zijn bepalend. Wanneer deze zodanig zijn, dat – naar objectieve maatstaven – een deskundige en ervaren lead manager de misleiding moest onderkennen of met de mogelijkheid daarvan rekening moest houden, en het prospectus toch zonder nader onderzoek openbaar maakt, handelt hij verwijtbaar onrechtmatig.⁶⁰ Voor het door de lead manager te verrichten due diligence onderzoek is het redelijk handelende en redelijk bekwaame lid van zijn eigen (deskundige) *peer group* de maatman.

Voor de emissiepraktijk is het criterium of een ervaren en deskundig lead manager in de omstandigheden van het geval nader onderzoek had moeten verrichten, beter hanteerbaar dan de gerechtvaardigde verwachtingen van de gemiddelde belegger. Om dit toe te lichten is het zinvol een onderscheid te maken tussen

58 C.H.M. Jansen 2009, p. 40 merkt op dat het schuldbegrip van art. 6:162 lid 3 BW in beginsel subjectief moet worden opgevat, rekening houdend met de persoonlijke kenmerken van de dader, maar dat een zekere objectivering niet kan worden gemist. In gelijke zin Spier e.a. 2015, p. 79. Iets meer vasthoudend aan een subjectief schuldbegrip Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 106. Ten aanzien van art. 1416b (oud)/6:195 lid 2 BW geeft de parlementaire geschiedenis een duidelijke aanzet tot objectivering (Kamerstukken II 1975-1976, 13 611, nr. 3, p. 13, zie par. 9.1).

59 Sieburgh 2001, p. 581-583 met uitgebreide verwijzingen.

60 Deze laatste uitwerking van ‘de omstandigheden van het geval’ is niet expliciet door de Hoge Raad in zijn arrest opgenomen, maar is ontleend aan de parlementaire geschiedenis en de conclusie van A-G Mok. Zij heeft naar mijn mening voldoende plausibiliteit.

omvang en de *diepgang* van het due diligence onderzoek. Over het feit dat van de lead manager qua *omvang* een onderzoek in de volle breedte van de uitgevende instelling wordt verwacht, zal iedereen het eens zijn. Het zonder enige verificatie klakkeloos opnemen van informatie in het prospectus betekent immers dat het risico van misleiding op de koop toe wordt genomen. De verplichting tot het verrichten van een onderzoek naar de uitgevende instelling in al haar facetten volgt eigenlijk al uit jurisprudentie die van lange tijd voor de Coop-zaak dateert. In dit kader kan een arrest van het Hof Amsterdam van 10 oktober 1924 worden vermeld, waarin het gaat om het aanprijzen en verkopen van aandelen in de NV Scheepvaart Maatschappij “Trajectum” door een commissaris-aandeelhouder met gebruikmaking van een misleidend prospectus. Kort na de transactie faillieert de NV. Het Hof overweegt als volgt:

‘dat hij, eischer [i.e. de belegger; jpf], den gedaagde [i.e. de verkopende commissaris-aandeelhouder] dan ook als ingewijde beschouwde en hij door diens beweringen en voorspiegelingen werd bewogen tot het aangaan van den koop der aandelen, waaraan hij anders nimmer zou hebben gedacht;

(...)

dat (...) daarnevens feiten werden gesteld van nalatigheid en onvoorzichtigheid van appellant [i.e. de verkopende commissaris-aandeelhouder; jpf], met name dat hij zich niet vóór het aanprijzen van de aandelen ter dege op de hoogte van den toestand der Naamlooze Vennootschap had gesteld, en hij zich had behooren te onthouden van het voorspiegelen van feiten en omstandigheden, welke niet met de werkelijkheid overeenkwamen, indien hij niet zeker van zijne zaak was; dat ook deze subsidiair gestelde feiten een inbreuk vormen op de zorgvuldigheid, welke in het maatschappelijk verkeer betaamt ten aanzien van eens anders goed, en zij dus eene onrechtmatige daad opleveren; (...)’⁶¹

De positie van de lead manager in emissies die heden ten dage plaatsvinden is vergelijkbaar met die van de verkopende commissaris-aandeelhouder in het Trajectum arrest. Ook de lead manager is immers een partij die zich niet met het dagelijkse management van de uitgevende instelling bezig houdt en dus zijn kennis niet aan eigen ervaring ontleent, maar die wel door beleggers als een ingewijde wordt beschouwd. Om de status van ingewijde waar te maken is *tenminste* vereist dat zijn due diligence onderzoek zich qua *omvang* over de volle breedte van de uitgevende instelling uitstrekt.

De vroegere due diligence circulaires en het Reglement Procedure Beursnotering van Euronext Amsterdam verplichten eveneens – aan de hand van een checklist van onderwerpen – tot het verrichten van een onderzoek naar de uitgevende instelling in volle omvang. Zij vormen daarmee in essentie slechts de bevestiging en uitwerking van een bestaande norm en niet, zoals Blom betoogt, een verzwaarde norm.⁶² Het meer in detail *uitwerken* van een bestaande norm in een circulaire of beursreglement betekent nog niet dat deze norm daarmee zwaarder wordt dan in het verleden. Over de *diepgang* van het onderzoek en de verplichting om, afhankelijk van de omstandigheden van het geval, dóór te vragen en nader onderzoek te verrichten, bevatten de genoemde voormalige beursregle-

61 Hof Amsterdam 10 oktober 1924, W 11266 (Scheepvaart Maatschappij “Trajectum”). Zie ook par. 2.1.4.

62 Blom 1996, p. 128.

menten geen concrete aanwijzingen. Het relatieve belang van dergelijke beursreglementen voor het due diligence onderzoek wordt onderstreept door het feit dat het Reglement Procedure Beursnotering per 1 juli 2005, de datum van implementatie van Prospectusrichtlijn 2003/71, is komen te vervallen, zonder dat daarvoor wettelijke of beursvoorschriften ter regulering van het due diligence onderzoek in de plaats zijn gekomen. Toch zijn de due diligence inspanningen die de lead manager zich getroost daarna alleen maar in omvang toegenomen. Sinds 1 juli 2005 fungeren de bijlagen bij Prospectusverordening 809/2004, die de inhoudelijke vereisten bevatten waaraan het prospectus moet voldoen, mede als basis voor de uitgebreide due diligence vragenlijsten waarmee in de praktijk wordt gewerkt.

In de Coop-zaak komen de stellingen van de lead manager erop neer dat hij een onderzoek naar de uitvoerende instelling en de garant in volle *omvang* heeft verricht. Door de beleggers is dit niet ontkend. De rechtbank heeft dit in haar eindvonnis dan ook als onweersproken vastgesteld.⁶³ Toch bleek het verrichte due diligence onderzoek niet voldoende te zijn geweest om de lead manager te disculperen. Het probleem in de Coop-zaak – en bij due diligence onderzoek in zijn algemeenheid – zit hem niet zo zeer in de *omvang*, maar in de *diepgang* van de due diligence. Daarbij gaat het om de vraag of van de lead manager, op basis van de reeds verkregen gegevens, *nader* onderzoek mag worden verwacht. De rechtbank formuleert het in haar eindvonnis aldus:

‘10.3 Van de Bank mocht echter verder onderzoek worden verwacht, indien haar feiten of omstandigheden bekend waren geworden die bij haar twijfel omtrent de betrouwbaarheid van de jaarrekeningen en van haar op overige informatie gebaseerde gunstige oordeel over Co op AG hadden behoren te wekken.

11 Naar het oordeel van de rechtbank had de Bank in twee gevallen naar aanleiding van de door haar verkregen informatie een nader onderzoek dienen in te stellen, ten eerste toen zij van de inhoud van het rapport van Treuverkehr op de hoogte kwam, en ten tweede toen zij vernam dat Deutsche Bank ervan af zag om als lead-manager van de beursintroductie van de aandelen Co op AG op te treden.’⁶⁴

Ook de rechtbank spreekt in haar eindvonnis – in navolging van de Hoge Raad – niet van de ‘gerechtvaardigde verwachtingen van de gemiddelde belegger’ als maatstaf voor de mate van onderzoek die van de lead manager mag worden verwacht. Met A-G Mok⁶⁵ ben ik van mening dat het criterium waarop de lead manager moet worden beoordeeld is, of hij in het kader van het due diligence onderzoek datgene heeft gedaan wat ‘van een bank met een hoge mate van deskundigheid en ervaring in financiële zaken mag worden verwacht’. Nagegaan dient te worden, wat een deskundig lid van de lead manager’s *peer group* in gelijke omstandigheden had moeten doen. De eerder door rechtbank (tussenvonnis uit 1991) en Hof in de Coop-zaak gehanteerde ‘gerechtvaardigde verwachtingen van de gemiddelde belegger’ vormen geen werkbare maatstaf, omdat de gemiddelde belegger ten aanzien van de veelal specifieke en technische vragen die in

63 Rb. Amsterdam 28 augustus 1996, JOR 1996/108 (Coop) (eindvonnis), r.o. 7-8.

64 Rb. Amsterdam 28 augustus 1996, JOR 1996/108 (Coop) (eindvonnis), r.o. 10.3-11.

65 Zie hierboven (tekst bij) noot 50.

het kader van nader due diligence onderzoek spelen bij gebrek aan kennis geen concrete verwachtingen heeft. In dit verband dringt de vergelijking met de ‘gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger’ van de late-re arresten De Boer c.s./TMF en World Online zich op.⁶⁶ Deze wordt evenmin geacht over specialistische kennis te beschikken. De gemiddelde belegger zal bijv. niet kunnen aangeven of door de lead manager aanvullende gesprekken met het management van de uitgevende instelling wenselijk zijn over off-balance verplichtingen, laat staan over hetgeen in zulke gesprekken aan de orde moet worden gesteld. Een redelijk handelend lid van de lead managers (deskundige) *peer group* kan dat wel.

Over de *diepgang* van het juridisch onderzoek ofwel de verplichting van de lead manager om dóór te vragen en nader onderzoek te verrichten zijn moeilijk concrete richtlijnen te geven.⁶⁷ Het komt er in essentie op neer dat de lead manager alle bij het aanvankelijke onderzoek opgedane kennis omtrent de uitgevende instelling in kaart brengt, verbanden legt en zich een eigen oordeel over de uitgevende instelling vormt. Dit oordeel kan aanleiding zijn tot het instellen van nader onderzoek. Of deze werkwijze het gewenste resultaat oplevert is in hoge mate afhankelijk van de alertheid en mindset van de lead manager. Blom stelt in dit verband, dat de lead manager ‘zijn ogen open moet houden’ en moet handelen als een ‘goed huisvader’.⁶⁸ In de Verenigde Staten heeft de SEC in regelgeving onder de Securities Act 1933 enkele factoren opgesomd die erop kunnen wijzen dat sprake is geweest van een *reasonable investigation*. Deze regelgeving blijft echter in algemeenheden steken.⁶⁹ Nederveen wijst op rechtspraak uit de Verenigde Staten, waarin is uitgemaakt dat underwriters tot op zekere hoogte een tegenovergestelde (*adverse*) positie ten opzichte van de uitgevende instelling dienen in te nemen, omdat niet uitgesloten kan worden dat uitlatingen van het management van de uitgevende instelling ‘*self-serving*’, ‘*unduly enthusiastic*’ en bij gelegenheid zelfs ‘*deliberately false*’ kunnen zijn. Dit teneinde het syndicaat er maar toe te brengen een *underwriting commitment* af te geven. De underwriter is (naast, voor wat betreft financiële aangelegenheden, de accountant) de enige partij in het transactieproces die een dergelijke ‘*adverse role*’ kan vervullen en daarmee het belegend publiek tot op zekere hoogte kan beschermen tegen misleidende prospectusinformatie.⁷⁰

66 HR 30 mei 2008, NJ 2010, 622 m.nt. J.B.M. Vranken; JOR 2008/209 m.nt. B.J. de Jong (De Boer c.s./TMF Financial Services) en HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (World Online).

67 Om met NJ-annotator Verkade (noot bij Coop arrest van de HR, sub 31-32) te spreken: ‘De Hoge Raad heeft indicatoren gegeven, maar hoe ‘diep’ moet men daarin gaan? Het tobben hierover zal waarschijnlijk eeuwigdurend zijn.’

68 Blom 1996, p. 120.

69 SEC Rule 176 onder de Securities Act 1933. De betreffende factoren zijn o.m. the type of issuer, the type of security, the type of person [die het onderzoek verricht; jpf]. Dergelijke globale indicatoren bieden nauwelijks houvast.

70 Nederveen 1997, p. 95-96.

10.1 Het causaliteitsprobleem; modaliteiten van causaal verband

De belegger die onder de bijzondere regeling van afdeling 6.3.3A/6.3.4 BW vergoeding van schade wil vorderen van de uitgevende instelling en/of de lead manager, wordt geconfronteerd met wat misschien wel de grootste hindernis op de weg naar schadevergoeding is: het causaliteitsvereiste. De schade moet zijn veroorzaakt door, en moet dus het gevolg zijn van, de misleidende mededelingen in het prospectus. Art. 6:193j/195 lid 2 BW bezigt hiertoe, in navolging van art. 6:162 lid 1 BW, het woord ‘dientengevolge’. Daarbij gaat het om de schade zoals deze is geleden door de *individuele* belegger. Waar ter invulling van het misleidingsbegrip gebruik wordt gemaakt van de ‘gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger’¹ als maatman die het collectief vertegenwoordigt, wordt ter vaststelling van de schade en dus ook van het causale verband tussen misleiding en schade geïndividualiseerd. Zo wordt aangesloten bij het beginsel van concrete schadebegroting, i.e. de daadwerkelijk geleden schade moet worden vergoed, rekening houdend met de individuele omstandigheden van de gelaedeerde.² Het causaliteitsvereiste bij misleiding van beleggers is de laatste jaren meer in de belangstelling komen te staan. Met name De Jong en Pijls hebben uitvoerige beschouwingen aan het onderwerp gewijd.³ Voorts heeft A-G Timmerman in zijn conclusie bij het World Online-arrest van de Hoge Raad voorstellen gedaan om de bewijslast van de belegger ten aanzien van het causale verband te verlichten, welke deels door de Hoge Raad zijn overgenomen.⁴

Het vereiste van causaal verband wordt als een potentieel struikelblok voor de belegger ervaren. Voor het causale verband als bestanddeel van de onrechtmatige daad geldt, anders dan voor misleiding en toerekenbaarheid daarvan aan de dader, geen wettelijke omkering van de bewijslast onder het regime van afdeling 6.3.3A/6.3.4 BW. Hier geldt in beginsel de hoofdregel van art. 150 Rv De bewijslast van de causaliteit rust daarmee in volle omvang op de schouders van de agerende belegger. Voorts is causaal verband uit de aard der zaak een moeilijk te

1 Zie par. 7.5.1 en de daar vermelde arresten De Boer c.s./TMF, World Online en Gut Springenheide.

2 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013, nr. 31 e.v.; Spier e.a. 2015, p. 261.

3 Verwezen wordt naar de literatuurlijst.

4 HR 27 november 2009, NJ 2014, 201 m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43 m.nt. K. Frielink (World Online), r.o. 4.11.2-4, conclusie A-G Timmerman sub 4.7.5.1-14. Zie par. 10.4.

bewijzen bestanddeel, vooral wanneer men het als *direct* oorzakelijk verband wenst te formuleren. Dit zou immers betekenen dat de belegger moet aantonen (1) dat hij het prospectus *zelf* heeft gelezen en wel (2) voorafgaand aan het nemen van zijn besluit om in te schrijven op de emissie en (3) dat juist de misleidende mededelingen of omissies in het prospectus voor hem bepalend zijn geweest bij het nemen van zijn beleggingsbeslissing. Op deze stricte wijze opgevat is het leveren van het causaliteitsbewijs in de praktijk voor de belegger een nagenoeg onmogelijke zaak. Dit geldt des te sterker voor de particuliere belegger, die in de praktijk niet of nauwelijks van het prospectus kennis neemt. Zoals Hopt en Voigt het uitdrukken:

‘In der Praxis erfolgt die Informationsaufnahme und -verarbeitung ohnehin ganz überwiegend durch professionelle Finanz- und Informationsintermediäre (Analysten, Ratingagenturen); eine eigene Lektüre des Prospekts durch den Privatanleger ist eher untypisch.’⁵

Voorts spelen voor de belegger vaak meerdere overwegingen bij het doen van een investering, zodat het leveren van het bewijs dat de misleidende mededelingen van overwegende invloed zijn geweest bij het nemen van zijn beleggingsbesluit doorgaans eveneens problematisch zal zijn.

Teneinde de mogelijke aanspraken van de belegger op vergoeding van schade niet illusoir te maken, moet hij derhalve op het punt van de causaliteit tegemoet worden gekomen. Die tegemoetkoming zou grofweg op (een combinatie van) twee manieren kunnen worden gedaan. *Materieelrechtelijk*, door niet uit te gaan van een streng causaliteitsvereiste, maar genoeg te nemen met een lossere, meer indirect causaal verband. En *bewijsrechtelijk*, door de bewijslast van de belegger (aanzienlijk) te verlichten. De bewijspositie van de uitgevende instelling en de lead manager zal daardoor moeilijker worden.

Voor wat betreft de materieelrechtelijke benadering, zijn bij misleiding van beleggers de volgende gradaties van causaliteit denkbaar:⁶ (1) het hierboven genoemde directe causale verband, dat vereist dat de belegger het prospectus zelf heeft gelezen en dat zijn beleggingsbeslissing door de misleidende passages in het prospectus is beïnvloed; (2) een meer indirect verband, in de zin dat een beleggingsadviseur of andere tussenpersoon kennis heeft genomen van de prospectusinformatie en de belegger op basis daarvan adviseert in te stappen; (3) een nog lossere causaal verband, waarbij het uitgangspunt is dat ‘de markt het prospectus voor de belegger heeft gelezen’.⁷ Dit heeft, als gevolg van de misleidende prospectusinformatie, geleid tot een (te) positieve marktstemming, waarop de belegger zijn beleggingsbeslissing heeft gebaseerd; (4) de belegger is direct noch indirect op de misleidende mededelingen afgegaan, maar heeft in zijn algemeenheid vertrouwd op het feit dat alle relevante informatie met betrekking tot de uitgevende instelling in de markt bekend is en dat er daardoor – waar het betreft beursgenoteerde effecten – sprake is van ‘zuiverheid van de beurskoers’. De gedachtevorming in jurisprudentie en literatuur over de invulling van het

5 Hopt & Voigt 2005a, p. 42 met verwijzingen naar Duitse, Zwitserse en Amerikaanse literatuur.

6 Zie voor een enigszins afwijkende weergave van deze modaliteiten Pijls 2009, p. 187; Arons 2012, p. 78-83.

7 Zoals Pijls 2009, p. 187 het treffend verwoordt. JOR-annotator Frielink merkt sub 10 van zijn noot bij het World Online-arrest van de Hoge Raad (JOR 2010/43) op dat de meeste beleggers (uitsluitend) afgaan op de mening van journalisten en analisten.

causaliteitscriterium bij misleiding van beleggers beweegt zich *grosso modo* tussen de uitersten van deze schaal.

In de modaliteiten nrs. (1), (2) en (3) betoogt de belegger, dat de misleidende mededelingen in het prospectus zijn beleggingsbeslissing hebben *beïnvloed*. Met andere woorden, hij is – direct of indirect – op de misleidende mededelingen *afgegaan*. In modaliteit nr. (4) stelt de belegger niet dat hij is afgegaan op de misleidende mededelingen, maar dat hij – achteraf ten onrechte – heeft vertrouwd op de zuiverheid van de beurskoers. In feite stelt de belegger daarmee niet dat hij daadwerkelijk door de misleidende mededelingen in het prospectus is *misleid*, maar ‘slechts’ dat de zuiverheid van de beurskoers door het prospectus is aange-tast. Door de onvermijdelijke koersdaling bij het bekend worden van de mislei-ding heeft hij echter wel schade geleden. Hij blijkt immers teveel voor de effec-ten te hebben betaald. Zijn vertrouwen in de zuiverheid van de beurskoers is beschaamd.

De voorgaande alinea is bewust geformuleerd in termen van concrete *stel-lingname* door de belegger in een door hem tegen de uitgevende instelling en/of de lead manager te initiëren procedure. De feitelijke stellingen van de belegger zijn immers bepalend voor de causale modaliteit welke de inzet zal zijn van het processuele debat.⁸ Wanneer de belegger bijvoorbeeld stelt dat hij op het pros-pectus is afgegaan door tussenkomst van een adviseur (modaliteit nr. (2)), zal hij daartoe de nodige feiten moeten stellen en zullen die feiten ten processe vast moeten komen te staan. Zo niet, dan ontbreekt causaal verband en is er geen verplichting tot schadevergoeding. De rechter is uiteraard niet bevoegd om zelf, door het aannemen van aanvullende feiten, via een van de andere causale moda-liteiten relevant causaal verband te construeren.⁹

Onder modaliteit nr. (4) vallen ook situaties waarbij het de vraag is of juridisch relevant causaal verband nog kan worden aangenomen. De Jong noemt als voor-beeld de belegger die wist van de misleiding of deze vermoedde en toch heeft besloten tot aankoop van de effecten, zulks om stemrechten te verwerven, een fiscaal voordeel te realiseren of verkoopverplichtingen (als gevolg van ‘short gaan’) af te dekken.¹⁰ De vraag is, of in dergelijke gevallen niet de beleggingsbe-slissing zelf de (overwegende) oorzaak van de geleden koersschade is, veeleer dan de misleidende mededelingen die de koers hebben beïnvloed.

Als overkoepelend begrip introduceert De Jong het begrip ‘transactiecausali-teit’. Hij verstaat daaronder een zodanig verband, dat zonder de misleiding de transactie tegen een gunstiger marktprijs dan wel in het geheel niet tot stand zou zijn gekomen. Dit ruim geformuleerde concept beperkt het causaliteitscriterium niet tot de vraag of de belegger wel of niet op de misleidende informatie is *afge-gaan*. Het dekt alle vier de bovengenoemde modaliteiten af.¹¹

8 Zoals Pijls het treffend formuleert: ‘Het causaal verband’ bestaat niet. Het causaal verband krijgt pas vorm en inhoud wanneer het is gekoppeld aan een bepaalde vorderingsgrondslag.’ Zie Pijls 2009, p. 185.

9 Art. 24 en 149 lid 1 Rv.

10 De Jong 2010, p. 155.

11 De Jong 2010, p. 44-46, 154-155, 170-175 en 254-259. Binnen de transactiecausaliteit comprimeert De Jong de bovengenoemde modaliteiten nrs. (1), (2) en (3) tot één modaliteit. Hij onderscheidt dus slechts twee modalitei-ten. Ook Pijls 2009b, par. 4, onderscheidt dezelfde twee modaliteiten. Om specifieker te kunnen verwijzen geef ik de voorkeur aan een opsplitsing in vier modaliteiten (waarvan de eerste drie uiteraard wel operationeel aan elkaar verwant zijn).

10.2 Causaliteit in het civiele recht

De vraag of causaal verband moet worden aangenomen tussen (in dit geval) een onrechtmatige daad en schade, ofwel de vestiging van het causale verband, wordt in het civiele recht benaderd vanuit een denkproces dat uit twee stappen bestaat. Eerst wordt onderzocht of er *feitelijk* causaal verband is. Dat gebeurt door gebruik te maken van de *conditio sine qua non*-leer. Deze leer schrijft een wegdenkcoëfening voor. Schade is een gevolg van een bepaalde omstandigheid, indien de schade bij het wegdenken van die omstandigheid niet zou zijn opgekomen. De omstandigheid is dan een *conditio sine qua non* (csqn) voor de schade. Wanneer een omstandigheid wordt weggedacht zonder dat daarbij ook de schade komt te vervallen, kan deze omstandigheid als potentiële oorzaak worden geëlimineerd.¹² Overigens is voor het aannemen van csqn-verband niet vereist dat 100% zekerheid bestaat dat een bepaalde schadepost zonder de betreffende omstandigheid achterwege zou zijn gebleven. In het algemeen wordt aangenomen dat een redelijke mate van waarschijnlijkheid voldoende is. Het ontbrekende ‘stukje’ csqn-verband wordt ondervangen door de hieronder te bespreken *aanvullende* werking van art. 6:98 BW.¹³

Na deze feitelijke toets kunnen één of meerdere omstandigheden overblijven waarvan gezegd kan worden dat zij de schade feitelijk hebben veroorzaakt. Op deze omstandigheden wordt de *normatieve* toets van art. 6:98 BW uitgevoerd. Dit artikel bepaalt dat schade slechts voor vergoeding in aanmerking komt, wanneer deze in zodanig verband staat met de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid van de schuldenaar berust, dat zij hem, mede gezien de aard van de aansprakelijkheid en van de schade, als een gevolg van deze gebeurtenis kan worden toegerekend. Op basis van dit flexibele criterium kan de rechter het causale verband en de omvang van de schade van geval tot geval beoordelen. Wel moet hij daarbij een aantal aspecten in aanmerking nemen, waarvan er een tweetal (te weten de aard van de aansprakelijkheid en de aard van de schade) in de tekst van art. 6:98 BW zelf wordt voorgeschreven. In de jurisprudentie en literatuur zijn deze deelregels verder verfijnd. Zo kan de rechter onder meer rekening houden met de mate van voorzienbaarheid van de schade, de mate van verwijderdheid van de schade (direct of indirect gevolg), de mate van schuld van de dader, de aard van de onrechtmatige handeling en de strekking van de overtreden norm.¹⁴

Art. 6:98 BW wordt zowel voor *vestiging* van de aansprakelijkheid (moet een bepaalde schadepost aan de dader worden toegerekend?) als voor het vaststellen van de *omvang* van de schade (moet de schadepost geheel of gedeeltelijk worden toegerekend?) van belang geacht. De functie van de toerekeningstoets van art. 6:98 BW kan met name worden gezien in het *corrigeren* van de uitkomst van de csqn-theorie. Niet alle omstandigheden die zuiver feitelijk gezien een (zekere mate van) oorzakelijk verband met de schade hebben, gelden noodzakelijkerwijs ook als juridisch relevante oorzaak. Dat geldt alleen voor de omstandigheden

12 In navolging van A-G Timmerman (conclusie voor World Online arrest sub 4.7.5.2) knipt De Jong voor misleiding van beleggers de csqn-test op in twee schakels: (1) csqn-verband tussen de misleiding en de transactie(voorwaarden) en (2) csqn-verband tussen de misleiding en de schade. Met de eerste schakel wordt bedoeld op de hierboven in par. 10.1 genoemde transactiecausaliteit. Zie De Jong 2010, p. 44-46.

13 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 20013, nr. 87; Klaassen 2007, p. 30-31 met uitvoerige verwijzing naar jurisprudentie en literatuur.

14 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013, nr. 63 e.v.

waaraan de schade redelijkerwijs kan worden toegerekend. Behalve als correctiemechanisme op de csqn-leer, wordt wel aangenomen dat art. 6:98 BW tevens een *aanvulling* daarop vormt. Met andere woorden, er kunnen gevallen zijn waarin een vergoedingsplicht wordt aangenomen ten aanzien van schade waarvan csqn-verband met een bepaalde handeling niet kan worden vastgesteld, maar die wel aan de dader als een gevolg van zijn handelen kan worden toegerekend. Het betreft doorgaans schade die door meerdere samenvallende of elkaar doorkruisende oorzaken tweegg kan zijn gebracht.¹⁵ In het geval van prospectusaansprakelijkheid kan een dergelijke situatie zich voordoen wanneer zowel het prospectus als externe actoren – media, analisten – zelfstandige bron van misleidende mededelingen zijn. Deze situatie wordt besproken in par. 10.6.

De toerekeningstoets van art. 6:98 BW heeft, zoals gezegd, een normatief karakter. De vraag of kan worden toegerekend is dan ook geen feitelijke vraag die zich voor bewijsvoering leent, maar een rechtsvraag. In het kader van de beantwoording van die rechtsvraag kan de argumentatielast – een begrip dat moet worden onderscheiden van bewijslast – op de schouders van een bepaalde partij rusten.

10.3 Causaliteit bij prospectusaansprakelijkheid vóór World Online

De rechtspraak heeft in geschillen over misleiding van beleggers traditioneel als criterium voor het aannemen van causaal verband gesteld, dat de belegger moet zijn *afgegaan* op ofwel tot de transactie zijn *bewogen* door de misleidende mededelingen. Reeds in 1903 wees de rechtbank Amsterdam in de Kannenbier-uitspraak de vordering van de belegger af, omdat hij niet heeft bewezen dat hij op de aandelen heeft ingeschreven ‘en evenmin dat hij daartoe is bewogen door het gewraakte prospectus’.¹⁶

Het Hof Arnhem kwam de belegger verregaand tegemoet ten aanzien van het causale verband. Het oordeelde dat uit het enkele verspreiden van een prospectus en het openstellen van de inschrijving reeds de ‘grote waarschijnlijkheid’ volgt dat de belegger tot deelneming is bewogen. Causaal verband zou komen vast te staan wanneer de belegger een aanvullende eed aflegt dat hij door het prospectus tot deelneming is bewogen.¹⁷

Een op het eerste gezicht moeilijker te duiden uitspraak is gedaan door de Hoge Raad in het arrest Aeilkema/Veenkoloniale Bank uit 1931.¹⁸

Boer Aeilkema, wonende in de gemeente Hoogezand, spreekt directie en commissarissen van de Veenkoloniale Bank voor Hypotheek en Scheepsverband aan voor koersschade geleden op een aantal door hem in mei 1919 gekochte pandbrieven. Het concrete verwijt luidt, dat genoemde personen hebben meegewerkt aan het opstellen van te positieve jaarverslagen over de jaren 1914-1918, waardoor Aeilkema de stukken ten onrechte voor 100% van de nominale waarde

15 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013, nrs. 50, 83, 86 en 87; Klaassen 2007, p. 32-33.

16 Rb. Amsterdam 21 januari 1903, W 7979 (NV Kannenbier Maatschappij).

17 Hof Arnhem, 3 februari 1904, W 8067 (Rijwielfabriek Necec, interlocutoir arrest). De suppletore eed is overigens afgeschaft bij de invoering van nieuw bewijsrecht in 1988, toen de partijgetuige zijn intrede deed.

18 HR 11 december 1931, NJ 1932, p. 157 m.nt. P. Scholten (Aeilkema/Veenkoloniale Bank).

heeft aangekocht. De pandbrieven bleken later zo goed als waardeloos te zijn. Het Hof wijst de vordering af bij gebreke van causaal verband, nu (1) Aeilkema zelf geen kennis van de jaarstukken heeft genomen en dus ook niet door de jaarstukken tot aankoop is *bewogen* en (2) niet is gebleken dat de jaarstukken valselijk zijn opgemaakt met de *bedoeling* het publiek tot aankoop van pandbrieven te bewegen. Het arrest van het Hof wordt door de Hoge Raad gecasseerd op basis van de kernoverweging dat voor het aannemen van causaal verband ‘niet beslissend is, dat Aeilkema tot zijne de daad niet is *bewogen* door kennisneming van de jaarstukken der Bank noch dat de verweerders het ingetreden gevolg niet hebben *beoogd*’. [curs. jpf]

De Jong interpreteert de uitspraak aldus, dat voor juridisch causaal verband niet vereist is dat de belegger zelf direct kennis heeft genomen van de misleidende berichtgeving, en *evenmin* dat een belegger door *indirecte* kennisneming van de berichtgeving – bijv. via een tussenpersoon of berichten in de media – tot zijn handelen is bewogen. Voldoende is, dat Aeilkema vertrouwde op de zuiverheid van de koers, in die zin dat de openbaar gemaakte informatie juist en volledig was.¹⁹ Daarmee plaatst De Jong deze uitspraak in de sleutel van causale modaliteit nr. (4) van de in par. 10.1 gehanteerde indeling. Als ik hem goed begrijp, ontwaart hij daarin een causaliteitsketen die slechts uit één schakel a-b bestaat: (a) de misleidende jaarstukken beïnvloeden (b) de koers.²⁰ Naar mijn mening rechtvaardigt het arrest een dergelijke conclusie niet. De Hoge Raad volgt immers het Hof in de volgende redenering:

‘Dat het Hof aanneemt, dat de gunstige jaarstukken der Bank van invloed zijn geweest op den koers van hare pandbrieven, dat veelal jaarverslagen nog in wijderen kring dan die van de aandeelhouders bekendheid verwerven, waarvan het gevolg is dat de koersen van de aandelen of obligatiën der betrokken naamlooze vennootschappen daardoor worden beïnvloed, en voorts dat Aeilkema de twee pandbrieven der Bank kocht *omdat* hij geld wilde beleggen en deze pandbrieven *algemeen* als eene soliede geldbelegging werden beschouwd; (...)’ [curs. jpf]

Uit deze overweging vloeit de volgende causale keten a-b-c1/c2 voort: (a) de misleidende jaarstukken beïnvloeden (b) de marktstemming (de ‘wijdere kring dan die van de aandeelhouders’) in positieve zin; deze (te) positieve marktstemming beïnvloedt op haar beurt (c1) de koers, maar vormt tevens (c2) de basis voor Aeilkema’s aankoopbeslissing. Aeilkema besluit immers in pandbrieven van de Veenkoloniale Bank te beleggen, *omdat* deze *algemeen* (i.e. door de markt) als een solide belegging werden beschouwd. In de causale keten is dus sprake van – indirecte – beïnvloeding door (a) de misleidende jaarstukken van zowel (c1) de koers als (c2) de belegger in zijn aankoopbeslissing. Hof en Hoge Raad overwegen niet dat de aankoop van de pandbrieven door Aeilkema simpelweg is gedaan in vertrouwen op de zuiverheid van de koers. De hierboven weergegeven passage biedt ook geen aanknopingspunten om een dergelijke gedachtegang ‘in te lezen’.

19 De Jong 2010, p. 156.

20 De Jong 2010, p. 254-255. Niet geheel duidelijk is, of er volgens De Jong toch sprake is van een causale keten a-b-c die uit twee schakels bestaat, waar hij opmerkt: ‘Wel moet komen vast te staan dat de koers inderdaad beïnvloed is geweest door de misleidende berichtgeving, m.a.w. dat ‘de markt’ is afgegaan op de berichtgeving.’ Zie De Jong 2010, p. 161 noot 107. Bedoelt hij hiermee dat (a) de misleiding eerst (b) ‘de markt’ beïnvloedt, en (b) de markt vervolgens (c) de koers?

De casus van het arrest lijkt beter te passen in de – volgens de bewoordingen van Pijls – ‘meest soepele benadering’ van ‘afgaan op’ misleidende informatie door de belegger. Daarbij wordt ervan uitgegaan dat ‘de markt het prospectus voor de belegger heeft gelezen’. In deze benadering is het aan de belegger om twee schakels in de causaliteitsketen a-b-c aannemelijk te maken, te weten (1) de misleidende informatie veroorzaakt een (te) positieve marktstemming en (2) de marktstemming brengt de belegger tot het doen van zijn aankoop.²¹ Het arrest Aeilkema/Veenkoloniale Bank hoort daarmee thuis in causale modaliteit nr. (3) en niet – zoals De Jong lijkt te betogen – in modaliteit nr. (4).²² Het belang van die constatering is tweëerlei. Ten eerste bepaalt dit het door de belegger te bewijzen causale verband, zoals hiervoor uiteengezet. Ten tweede betekent het, dat de Hoge Raad in het arrest vasthoudt aan het criterium van eerdere jurisprudentie, te weten dat voor het aannemen van causaal verband is vereist dat de belegger – direct of indirect – door de misleidende informatie tot zijn aankoop wordt *bewogen*, ofwel dat hij daarop – direct of indirect – *afgaat*.

Ook Blom duidt het in het arrest Aeilkema/Veenkoloniale Bank gelegde causale verband aldus, dat de belegger is *afgegaan* op een (te) positieve marktstemming, die op haar beurt is veroorzaakt door de misleidende jaarstukken.²³ Daarbij moet wel worden aangetekend dat ten tijde van Blom’s dissertatie het onderscheid tussen de causale modaliteiten nrs. (3) en (4) in de literatuur nog niet expliciet werd gemaakt. De diepgang die de discussie over het causaliteitscriterium bij misleiding van beleggers pas de afgelopen jaren heeft bereikt is zoals gezegd met name de verdienste van De Jong en Pijls alsmede van A-G Timmerman, die in zijn conclusie bij het World Online-arrest de nodige beschouwingen aan het onderwerp heeft gewijd.²⁴

In 1953 wijst het Hof Amsterdam een arrest waarin het causale verband bij prospectusaansprakelijkheid wederom ter discussie staat.

De NV Nederlandse Agrarische Industrie geeft een prospectus uit om middelen aan te trekken ter verwerving van exploitatierechten en het uitoefenen van een proefbedrijf. Het prospectus blijkt diverse onjuistheden en onvolledigheden te bevatten. Een belegger stelt een actie in tegen de uitgevende instelling en enkele betrokkenen. Deze verweren zich onder meer met de stelling dat geen causaal verband kan worden aangenomen. Het Hof overweegt dat de belegger kan volstaan met het noemen van feiten die hem hebben *bewogen* tot deelneming en dat hij daaraan de mededeling kan verbinden dat hij inderdaad door deze feiten tot deelneming is overgegaan. Ten processe is niet gebleken van enige andere zelfstandige aanleiding tot deelneming naast lezing van het prospectus.²⁵

Ook in deze uitspraak wordt het causale verband zodanig ingevuld, dat de belegger door de misleidende mededelingen moet zijn *bewogen* tot het doen van zijn

21 Pijls 2009a, p. 187.

22 Overigens lijkt ook Pijls in zijn annotatie in het tijdschrift Ondernemingsrecht bij Rb. Amsterdam 28 oktober 2015, JOR 2015/330 m.nt. U.B. Verboom (Landis) het Veenkoloniale Bank arrest onder te brengen bij modaliteit nr. (4) door het te categoriseren als een gevalstype waarbij voor beleggers ‘niet relevant is of zij (direct of indirect) op de misleidende informatie zijn afgegaan’. Zie Pijls 2016, par. 3.1. Ik volg Pijls (en De Jong) niet in deze analyse.

23 Blom 1996, p. 153-154.

24 Zie par. 10.4.

25 Hof Amsterdam 24 juni 1953, NJ 1954, 573 (NV Nederlandse Agrarische Industrie).

investering. In dit geval zijn de misleidende gegevens van dermate groot belang, dat het Hof uitgaat van samenhang tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing. Daarbij overweegt het Hof als volgt:

‘Hierbij kan ruimte worden gelaten voor de mogelijkheid, dat in een concreet geval kan worden aannemelijk gemaakt, dat deze normaal te achten samenhang zou ontbreken. Van dit ontbreken der samenhang in strijd met wat normaal is te achten is in deze procedure geen sprake; geïnt. hebben geen feiten aangevoerd, die tot een dergelijke slotsom zouden kunnen leiden. De gegevens, waarvan door het Hof is aangenomen, dat zij onware, onvolledige of verminkte gegevens zouden zijn, die een onjuiste voorstelling hebben gewekt, acht het Hof elk afzonderlijk voor de beoordeling van de kansen van slagen en op winst van de onderneming, die de NV zich voorstelde te exploiteren, van zo overwegend belang, dat het *aanneemt*, dat zij elk voor zich app. hebben bewogen tot deelneming.’ [curs. jpf]

Het Hof acht voldoende dat de belegger de in het prospectus vermelde – misleidende – feitelijke informatie noemt die hem tot zijn belegging heeft bewogen. Wanneer deze van een zodanig gewicht is, dat een ‘normaal te achten samenhang’ met de beleggingsbeslissing kan worden aangenomen, en de uitgevende instelling maakt het ontbreken van deze samenhang niet aannemelijk, wordt daarmee causaal verband aangenomen in de zin dat de belegger tot zijn beslissing is *bewogen*. De facto komt dit neer op het voorshands aannemen van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing.

In de uitspraak van het Hof Amsterdam in de eerder besproken Coop-zaak²⁶ zijn enkele overwegingen aan het causale verband gewijd:

‘Indien komt vast te staan, dat de prospectussen misleidende informatie bevatten als ten processe bedoeld, brengt dat mee, dat het publiek geen kennis ervan droeg dat de werkelijke financiële situatie van Co op AG geheel anders was dan uit de jaarstukken 1986 en 1987 kon worden afgeleid, zodat moet worden *aangenomen*, dat de gemiddelde belegger zonder die misleiding de onderhavige obligaties niet of niet tegen dezelfde voorwaarden had gekocht. (...) Aldus is aannemelijk, dat schade kan zijn geleden (...) en ervan moet worden *uitgegaan* dat de belegger daarbij is *afgegaan of mede is afgegaan* op het desbetreffende prospectus.’²⁷ [curs. jpf]

Het arrest is in lijn met de hierboven behandelde jurisprudentie. Ook hier formuleert het Hof het relevante causale verband in zodanige termen, dat de belegger moet zijn *afgegaan* op de misleidende informatie in het prospectus. Evenals in het arrest inzake NV. Nederlandse Agrarische Industrie verbindt het Hof aan het (substantieel) misleidende karakter van de mededelingen de gevolgtrekking dat causaal verband als uitgangspunt moet worden aangenomen. In dit opzicht zouden de beide arresten van het Hof een vooruitwijzing kunnen worden genoemd naar het latere World Online-arrest van de Hoge Raad, waarin de gedachte van het voorshands aannemen van csqn-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing expliciet is omarmd.²⁸ Of de Hoge Raad dat, in navolging van het Hof, al in zijn arrest inzake Coop heeft gedaan, is niet geheel duidelijk. In navol-

26 Zie par. 9.4.

27 Hof Amsterdam 27 mei 1993, NJ 1993, 682 (Coop), r.o. 5.16.

28 HR 27 november 2009, NJ 2014, 201 m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43 m.nt. K. Frielink (World Online), r.o. 4.11.2.

ging van A-G Mok, die verwijst naar de parlementaire geschiedenis van de Wet van 1980, oordeelt de Hoge Raad in die uitspraak dat ten aanzien van het causale verband ‘de gewone regels betreffende stelplicht en bewijslast gelden’.²⁹

Op basis van de hierboven besproken jurisprudentie is de conclusie gerechtvaardigd dat het vereiste csqn-verband bij misleiding van beleggers door Hof en Hoge Raad consistent zodanig is ingevuld, dat de belegger op enigerlei wijze door de misleidende mededelingen moet zijn *bewogen* tot het nemen van zijn beleggingsbesluit ofwel op die mededelingen – direct of indirect – moet zijn *afgegaan*. Het arrest van de Hoge Raad inzake Aeilkema/Veenkoloniale Bank vormt hierop geen uitzondering.³⁰ Wel biedt dit arrest houvast over de mate van directheid die vereist wordt binnen het csqn-verband. Niet vereist is, dat de belegger zelf of via een adviseur kennis heeft genomen van de misleidende informatie. Voldoende is, dat – in de hierboven aangehaalde bewoordingen van Pijls – ‘de markt de informatie voor hem heeft gelezen’ en dat hij bij het nemen van zijn beleggingsbeslissing is afgegaan op een (te) positieve marktstemming (causale modaliteit nr. (3)).

Ten aanzien van de verdeling van de bewijslast kan worden opgemerkt, dat in beginsel de gewone regels van stelplicht en bewijslast voor het causaliteitsvereiste gelden. Daarbij verdient aantekening dat het Hof Amsterdam in zijn arresten inzake NV Nederlandse Agrarische Industrie en Coop geneigd is gebleken om ten faveure van de belegger (voorshands) uit te gaan van het bestaan van csqn-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing. De uitgevende instelling en/of de lead manager is vervolgens in de gelegenheid het tegendeel aannemelijk te maken. In concreto betekent dit dat zij aannemelijk moeten maken dat de belegger, ook indien hij van juiste en volledige informatie was voorzien, tot hetzelfde beleggingsbesluit was gekomen.

10.4 (Bewijs van) causaal verband volgens het World Online-arrest

Op 27 november 2009 wees de Hoge Raad, nadat er ongeveer acht jaar was geprocedeerd, zijn arrest inzake de beursgang van World Online. Het arrest is voor meerdere aspecten van prospectusaansprakelijkheid en misleiding van beleggers in het algemeen van belang. Met name is het ook relevant voor het misleidingsaspect.³¹ Hoewel de vordering van beleggers zich, mede vanwege het collectieve karakter van de procedure, beperkt tot een verklaring voor recht inzake de onrechtmatigheid, is het arrest ook voor het causaliteitsvereiste van aanzienlijk belang. De reden daarvan is dat A-G Timmerman in zijn conclusie, en in navolging van hem de Hoge Raad in zijn arrest, enkele belangwekkende overwegingen ten overvloede heeft gewijd aan het causaliteitsvraagstuk bij beleggingsschade. Zulks omdat enkele cassatieklachten met het onderwerp verband hielden en om

29 HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade (Coop), r.o. 4.5; conclusie A-G Mok sub 4.6.3 met verwijzing naar Kamerstukken II 1975-1976, 13 611, nr. 3, p. 9.

30 Aan de invulling van het csqn-verband met (daadwerkelijk) ‘afgaan op’ de misleidende informatie lijkt wel te worden getornd in Rb. Amsterdam 28 oktober 2015, JOR 2015/330 m.nt. U.B. Verboom (Landis).

31 Zie par. 7.3 en 7.5.

de afloop van de procedure, die zoals gezegd al zo'n acht jaar duurde, te bespoedigen.

In zijn conclusie gaat de A-G als volgt te werk. Allereerst geeft hij een rechtsvergelijkend overzicht, waarin het nationale recht van diverse jurisdicties, ook voor wat betreft het causaliteitsaspect, wordt beschreven. In dat kader is met name het Amerikaanse effectenrecht interessant. De A-G geeft kort de in de Verenigde Staten opgeld doende *fraud on the market-theorie* weer. Deze theorie gaat uit van de efficiënte markt hypothese, die inhoudt dat alle beschikbare informatie over de uitgevende instelling (nagenoeg) onmiddellijk in de beurskoers wordt verwerkt. Dat veronderstelt voldoende beschikbare informatie, analistenrapportage en handelsvolume (liquiditeit). De *fraud on the market-theorie* construeert als volgt een relevant causaal verband tussen de misleidende mededelingen en de beleggingsbeslissing: (1) het publiceren van misleidende informatie over de uitgevende instelling beïnvloedt de beurskoers, zodat de informatie daarin is begrepen; (2) de belegger koopt effecten in vertrouwen op de zuiverheid van de beurskoers; (3) de belegger gaat daarom bij zijn aankoop *indirect* af op de misleidende informatie.³² Omdat de *fraud on the market-theorie* uitgaat van een vertrouwen van de belegger op de zuiverheid van de beurskoers, lijkt zij te passen in causale modaliteit nr. (4) van de in par. 10.1 gemaakte indeling.³³

Verderop in zijn conclusie gaat Timmerman, in het kader van een algemene uiteenzetting over prospectusaansprakelijkheid naar Nederlands recht, in op de vereisten waaraan het csqn-verband naar zijn mening dient te voldoen.³⁴ Eerst deelt hij het csqn-verband in twee schakels in: (1) het verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing en (2) het verband tussen de misleiding en de schade van de belegger in verband met koersdaling na het bekend worden van de misleiding. In dit kader zijn met name de overwegingen van de A-G inzake de eerste schakel van belang.³⁵ De A-G is er 'vooralsnog' geen voorstander van om ter tegemoetkoming van de belegger de *fraud on the market-theorie* in het Nederlandse recht te incorporeren. Daarbij wijst hij met name op kritiek die is geuit op de efficiënte markt hypothese. De markt blijkt in de praktijk niet altijd efficiënt te zijn, bijvoorbeeld omdat in het kader van een 'luchtbel' collectief irrationeel wordt gehandeld. Daarom kiest de A-G voor een andere benadering. Voortbouwend op het door hem verdedigde misleidingsbegrip dat al een causaal element in zich bergt – i.e. een mededeling is misleidend indien de aanzienlijke kans bestaat dat de maatman-belegger de beleggingsbeslissing niet (onder dezelfde voorwaarden) zou hebben genomen bij bekendheid van de juiste en volledige informatie, dus zonder de misleiding – stelt hij de Hoge Raad voor om '*voorshands bewezen te achten* dat causaal verband tussen misleiding en beleggingsbeslissing bestaat, indien is vastgesteld dat de mededeling misleidend is'. De bewijslast

32 Conclusie A-G Timmerman sub 4.1.4.

33 Tussen de modaliteiten nrs. (3) en (4) wordt overigens in de conclusie van de A-G en in het World Online-arrest zelf geen onderscheid gemaakt.

34 De bewijsnood van de belegger dient zich aan binnen het csqn-verband. De toerekening van art. 6:98 BW, als tweede stap van het causaliteitscriterium, wordt door de A-G buiten beschouwing gelaten. Deze is van normatieve, niet van bewijstechnische aard. Zie par. 10.2.

35 Voor wat betreft de tweede schakel oppert de A-G mogelijkheden om in een collectieve actie aan de rechter een uitspraak te ontlocken over de totale schade (zonder dat deze per belegger wordt geïndividualiseerd). Deze uitspraak kan de schade-afwikkeling in individuele vervolgproudures bespoedigen en de basis vormen voor een mogelijke collectieve schikking. De Hoge Raad laat zich over deze voorstellen van de A-G niet uit. Zie over de relevantie van de tweede schakel bij het begroten van de schade De Jong 2010, p. 46, 49-50.

voor de belegger wordt daarmee aanzienlijk verlicht. Zulks strookt met de strekking van de art. 6:194-195 BW en de Wet OHP en vindt tevens steun in de parlementaire geschiedenis van laatstgenoemde wet.³⁶

De Hoge Raad overweegt ten aanzien van het bewijs van causaal verband als volgt:

‘Met het oog op die effectieve rechtsbescherming [i.e. zoals voorgeschreven door art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn 2003/71; jpf] en *gelet op de met de prospectusvoorschriften beoogde bescherming van (potentiële) beleggers tegen misleidende mededelingen in het prospectus*, zal tot uitgangspunt mogen dienen dat *condicio sine qua non*-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aanwezig is. Dit betekent derhalve dat in beginsel aangenomen moet worden dat, indien geen sprake van misleiding zou zijn geweest, de belegger niet – of bij aankoop op de secundaire markt: niet dan wel niet op dezelfde voorwaarden – tot aankoop van de effecten zou zijn overgegaan.’³⁷ [curs. jpf]

De vraag is of de Hoge Raad met de gecursiveerde woorden verwijst naar de toepassingscriteria van de zo geheten omkeringsregel, die hij vanaf 1960 in een reeks arresten heeft ontwikkeld ter verlichting van de positie van de partij die causaal verband moet bewijzen. Deze regel keert wel de bewijsleveringslast, maar niet het bewijsrisico – i.e. het risico van het onbewezen blijven van causaal verband³⁸ – om. Dit bewijsrisico blijft bij de benadeelde, in dit verband dus de belegger. M.a.w. komt causaal verband ten processe *niet* vast te staan, dan is er *geen* aansprakelijkheid van de uitgevende instelling en de lead manager. De omkeringsregel gaat op basis van de feiten uit van een vermoeden van *csqn*-verband, dat door tegenbewijs kan worden ontkracht. In de context van prospectusaansprakelijkheid houdt dit in dat de uitgevende instelling en de lead manager voldoende twijfel moeten zaaien over de aanwezigheid van causaal verband. Zij kunnen dit doen door feiten aan te voeren waaruit aannemelijk wordt dat de belegger zijn beleggingsbeslissing op dezelfde wijze had genomen indien geen sprake was geweest van misleidende prospectusinformatie. De omkeringsregel wordt toegepast in gevallen waarin (1) een norm is overschreden die strekt tot het voorkomen van een specifiek gevaar ter zake van het ontstaan van schade en (2) dit specifieke gevaar zich heeft verwezenlijkt.³⁹

In geval van misleiding van beleggers is sprake van schending van twee wettelijke normen. Allereerst de norm van art. 5:13 lid 1 Wft, die voorschrijft dat het prospectus alle gegevens moet bevatten die voor de belegger van belang zijn voor het vormen van een verantwoord (beleggings)oordeel. Daarnaast wordt de anti-misleidingsnorm van art. 6:193c-d/194 BW overtreden. Deze normen van Wft en BW verschillen qua inhoud en structuur, maar hebben dezelfde strekking, te weten bescherming van de belegger (art. 5:13 Wft) respectievelijk de consument (art. 6:193c-d BW) en de handelaar (art. 6:194 BW) tegen onvoldoende of

36 Conclusie A-G Timmerman sub 4.7.5.7-10. Gelet op het voorgaande moet worden aangenomen dat de A-G bedoelt voor te stellen om *csqn*-verband voorshands bewezen te achten.

37 R.o. 4.11.2.

38 Zie voor het onderscheid tussen bewijslast, bewijsleveringslast en bewijsrisico par.11.2.4.

39 Zie over de omkeringsregel Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013, nr. 76-78; Asser Procesrecht 3 2013, nr. 302. Twee belangrijke arresten waarin de Hoge Raad de omkeringsregel heeft verduidelijkt zijn HR 29 november 2002, NJ 2004, 304 (TFS/NS) en HR 29 november 2002, NJ 2004, 305 m.nt. W.D.H. Asser (Kastelijn/Gemeente Achtkarspelen). In zijn noot licht Asser de werking van de omkeringsregel op verhelderende wijze toe.

gebrekkig geïnformeerde aankoopbeslissingen.⁴⁰ Gaat de belegger een effecten-transactie aan op basis van onjuiste of onvolledige informatie, dan heeft het specifieke gevaar waartegen de beide normen bescherming beogen te bieden zich verwezenlijkt. Het voorshands aannemen door de Hoge Raad van csqn-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing lijkt dan ook binnen het kader van de omkeringsregel te passen, zoals de Hoge Raad deze in genoemde rechtspraak heeft geformuleerd. Ook de overwegingen van de Hoge Raad in het World-Online-arrest betreffende het causaal verband sluiten aan bij de criteria voor toepassing van de omkeringsregel. In de hierboven weergegeven r.o. 4.11.2 verwijst de Hoge Raad immers naar ‘de met de prospectusvoorschriften beoogde bescherming van (potentiële) beleggers tegen misleidende mededelingen in het prospectus’. Dit is een verwijzing naar de strekking van de geschonden norm. Een dergelijke verwijzing zou niet (strict) noodzakelijk zijn geweest bij het gebruik van een feitelijk vermoeden of een voorshands bewezenverklaring. *Tegen* het indelen van het World Online-arrest in de ‘omkeringsregel-jurisprudentie’ pleit de meer op macroniveau gelegen observatie dat de omkeringsregel na de in november 2002 gewezen arresten van de Hoge Raad op zijn retour is.⁴¹ Dit als gevolg van een vaak strenge toepassing van het specificiteitsvereiste dat aan de geschonden norm wordt gesteld. Wanneer men van mening zou zijn dat de normen van art. 5:13 Wft en art. 6:193c-d/194 BW te algemeen geformuleerd, en derhalve niet specifiek genoeg zijn, is voor toepassing van de omkeringsregel geen plaats. Wel is het vaak mogelijk om uit een algemeen geformuleerde norm meer toegepitste, op het voorkomen van specifieke schade gerichte normen af te leiden.⁴²

De Jong plaatst vraagtekens bij de toepasselijkheid van de omkeringsregel in misleidingszaken, omdat – als ik hem goed begrijp – de door de belegger geleden vermogensschade mogelijk niet een specifiek gevaar is waartegen de informatieverplichtingen van de Prospectusrichtlijn in de eerste plaats beogen te beschermen. De strekking van deze informatieverplichtingen is volgens hem allereerst om beleggers in staat te stellen een geïnformeerde beleggingsbeslissing te nemen. Maar in het verlengde daarvan strekken de informatieverplichtingen er ook toe om een goede prijsvorming (marktefficiëntie) te bevorderen. Daarom acht De Jong het ‘niet onverdedigbaar’ dat de norm om beleggers adequaat te informeren er (mede) toe strekt het specifieke gevaar te voorkomen dat de belegger een transactie verricht tegen een onzuivere beurskoers en daardoor schade lijdt. Langs die weg zou de omkeringsregel alsnog toepassing kunnen vinden. Toch geeft De Jong er de voorkeur aan het World Online-arrest zodanig uit te leggen, dat de Hoge Raad niet de omkeringsregel heeft toegepast, maar een *feitelijk vermoeden* van transactiecausaliteit heeft aangenomen op grond van het bewijs van onrechtmatig handelen (misleiding). Naar zijn mening had de Hoge Raad daaraan wel de voorwaarde moeten verbinden dat door de belegger een residuele

40 Zie voor de strekking van de genoemde normen considerans (10), (16), (21) en (27) Prospectusrichtlijn; considerans (8), (18), (23) en art. 1 Richtlijn OHP. Zie ook de (ongenummerde) considerans van Richtlijn 84/450. Voor een vergelijking van de beide normen wordt verwezen naar par. 5.5.3.1.

41 In die zin Asser Procesrecht 3 2013, nr. 302. Gedoeld wordt op de arresten vermeld in noot 37.

42 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013, nr. 78.

koersreactie⁴³ bij het bekend worden van de misleiding aannemelijk wordt gemaakt. Door dit niet te doen komt de Hoge Raad beleggers teveel tegemoet.⁴⁴

Ook andere auteurs nemen inmiddels aan dat de Hoge Raad met het tot *uitgangspunt* nemen van csqn-verband tussen misleiding en beleggingsbeslissing een (rechterlijk of feitelijk) *vermoeden* hanteert.⁴⁵

Theoretisch moge het interessant zijn om na te gaan of de Hoge Raad in het World Online-arrest een aanzet heeft gegeven tot toepassing van (1) de omkeringsregel, (2) een feitelijk vermoeden van transactiecausaliteit (csqn-verband), zoals verdedigd door De Jong, dan wel (3) een voorshands bewezenverklaring van causaal verband, zoals gesuggereerd door A-G Timmerman.⁴⁶ Maar het belang van de discussie mag mijns inziens niet worden overschat. In al deze varianten komt het er immers op neer dat het bewijsrisico bij de belegger blijft en de bewijsleveringslast verschuift naar de uitgevende instelling en de lead manager, die door tegenbewijs het vermoeden van causaal verband moeten trachten te ontzenuwen. De discussie heeft met name enig belang voor de toekomst. Mocht de Hoge Raad voortaan in zaken van misleiding op de effectenmarkt bij het vaststellen van causaal verband in beginsel uitgaan van de omkeringsregel, dan zal bij vorderingen die gebaseerd zijn op schending van andere informatieverplichtingen – buiten de Prospectusrichtlijn⁴⁷ – telkens moeten worden beoordeeld of de geschonden norm strekt ter voorkoming van een specifiek gevaar. Het gebruik van feitelijke vermoedens of van de voorshands bewezenverklaring vereist een dergelijke analyse in beginsel niet en biedt dus meer flexibiliteit.

Behalve het feit dat de Hoge Raad de belegger van een bewijsrechtelijke remedie voorziet, geeft het World Online-arrest ook houvast ter zake van de materieel-rechtelijke invulling van het csqn-verband. In het kader van de in par. 10.1 onderscheiden causale modaliteiten is de volgende overweging van de Hoge Raad van belang:

‘In beginsel draagt de belegger derhalve ook de stelplecht en bewijslast ter zake van het *condicio sine qua non*-verband. Dat bewijs is evenwel problematisch, omdat een belegger zich bij zijn *beleggingsbeslissing* in het algemeen door een veelheid van factoren zal laten leiden, terwijl bovendien vaak niet valt aan te tonen dat hij *daadwerkelijk heeft kennisgenomen* van de mislei-

43 I.e. een koersreactie gecorrigeerd voor niet aan (de bekendwording van) de waarheid gerelateerde informatie, zoals algemeen-economische, sectorspecifieke en overige bedrijfsspecifieke informatie die op hetzelfde moment bekend wordt. Zie De Jong 2010, p. 268, noot 140.

44 De Jong 2010, p. 264-265 en 283-286.

45 Zie Pijls & Van Boom 2010, par. 4; Giesen & Maes 2014, (tekst bij) noot 60. Klaassen 2013, p. 147, gaat uit van een als ‘regel’ geformuleerd ‘jurisprudentieel causaliteitsvermoeden’, waarvan Giesen & Maes 2014, noot 61, betwijfelen of dat iets anders zou zijn dan een rechterlijk of feitelijk vermoeden.

46 Bij een vermoeden wordt een ontbrekend feit (csqn-verband) afgeleid uit een vaststaand feit (misleiding gevolgd door een effectentransactie). Het afgeleide feit komt vast te staan op grond van een redenering door de rechter, *zonder dat bewijslevering plaatsvindt* (Asser Procesrecht 3 2013, nrs. 95 en 297). De termen ‘rechterlijk vermoeden’ en ‘feitelijk vermoeden’ dekken doorgaans dezelfde lading (Asser Procesrecht 3 2013, nrs. 298 en 303; Thoe Schwartzberg 2011, p. 103, noot 60). De omkeringsregel wordt door Asser betiteld als voorbeeld van een ‘jurisprudentieel vermoeden’, waarmee hij doelt op een door de rechtspraak ontwikkelde ‘bewijsregel’ in de vorm van een vermoeden (Asser Procesrecht 3 2013, nrs. 301-302). Nauw verwant aan het rechterlijk of feitelijk vermoeden is de voorshands bewezenverklaring. Bij de voorshands bewezenverklaring of het voorshands bewijsoordeel gaat de rechter er voorlopig van uit dat een bepaald feit op grond van het partijdebat vaststaat, i.e. *bewezen is* door de partij op wie de bewijslast rust. Zie Asser Procesrecht 3 2013, nr. 303; Tekst & Commentaar Burgerlijke Rechtsvordering, art. 150, aant. 6 (D.J. Beenders).

47 Bijv. voortvloeiende uit de Transparantierichtlijn of de Verordening Marktmissbruik.

dende mededeling, laat staan dat hij daadwerkelijk door de misleidende mededeling is *beïnvloed*. Die beïnvloeding kan ook *indirect* hebben plaatsgehad, doordat de belegger is afgegaan op adviezen of op heersende opinies in de markt, die op hun beurt door de misleidende mededeling in het leven zijn geroepen.⁴⁸ [curs. jpf]

Uit de gecursiveerde passages kan de conclusie worden getrokken, dat de Hoge Raad csqn-verband tussen de misleidende informatie en de *beleggingsbeslissing* een noodzakelijke voorwaarde acht voor het aannemen van causaal verband. De belegger moet bij het nemen van zijn beleggingsbesluit door de misleidende informatie zijn *beïnvloed*. In termen van de oudere jurisprudentie: hij moet op die informatie zijn *afgegaan* ofwel daardoor tot de transactie zijn *bewogen*. Die beïnvloeding mag direct of indirect, door tussenkomst van een adviseur of opinies in de markt, plaatsvinden (modaliteiten nrs. (1), (2) en (3)). Hoewel het enkele vertrouwen van de belegger op de zuiverheid van de koers (modaliteit nr. (4)) als invulling van het csqn-verband niet expliciet wordt uitgesloten, is het de vraag of hiervoor in het World Online-arrest nog ruimte wordt gelaten.

Het uitgangspunt dat csqn-verband voorshands uit de vastgestelde misleiding mag worden afgeleid gaat volgens de Hoge Raad mogelijkerwijs in concrete gevallen niet op:

‘Dat zal bijvoorbeeld het geval zijn indien aannemelijk is dat de beleggingsbeslissing is genomen voordat de desbetreffende misleidende mededeling openbaar gemaakt was.’⁴⁹

Voorts kan de hoedanigheid van de belegger van belang zijn:

‘Overigens zal in het algemeen bij een professionele belegger, gelet op diens kennis van en ervaring met (het analyseren van) de beschikbare informatie en de relevante markt, eerder dan bij een particuliere belegger aanleiding kunnen bestaan voor de conclusie dat hij, ondanks de misleidende informatie in het prospectus, daardoor bij zijn beleggingsbeslissing niet daadwerkelijk is beïnvloed.’⁵⁰

De Hoge Raad voert hiermee de deskundigheid van de belegger op als een factor die het csqn-verband tussen misleiding en beleggingsbeslissing *geheel* kan verbreken. Het gevolg is, dat niet voldaan is aan het causaliteitsvereiste en er voor de uitgevende instelling en/of de lead manager geen verplichting tot schadevergoeding is. Mocht in bepaalde gevallen de rechtens wenselijke conclusie zijn, dat de schade *deels* vergoedbaar is, dan kan een meer verfijnd resultaat worden bereikt door wel csqn-verband aanwezig te achten, maar een deel van de schade niet toe te rekenen ex art. 6:98 BW dan wel voor een bepaald percentage eigen schuld van de belegger ex art. 101 BW aan te nemen.

De wijze waarop de Hoge Raad de belegger op het punt van het causale verband bewijstechnisch tegemoet is gekomen in het World Online-arrest heeft tot gemengde reacties in de literatuur geleid. Raaijmakers en Lieverse uiten zich positief, Frielink neutraal. Vletter-van Dort vindt de oplossing praktisch, maar vraag

48 R.o. 4.11.1.

49 R.o. 4.11.2.

50 R.o. 4.11.2.

zich af of de Hoge Raad niet te ver gaat door al in de eerste fase van de procedure, waarin vorderingen ten behoeve van het beleggerscollectief worden ingesteld, vooruit te lopen op de individualisering die – met het aanleggen van causaal verband per individuele belegger – pas plaats hoort te vinden in de tweede fase.⁵¹ Dit lijkt mij niet bezwaarlijk, omdat de Hoge Raad slechts in een rechtsoverweging ‘terzijde’ algemene vingerwijzingen aan de lagere rechter geeft, zonder zelf individuele verbanden aan te leggen.⁵² Belangrijke inhoudelijke kritiek op de invulling van het csqn-verband is geleverd door De Jong in zijn dissertatie.⁵³ Deze kritiek, die voor het causaliteitsleerstuk in misleidingszaken van principiële betekenis is, zal in de volgende paragraaf worden besproken.

10.5 Fraud-on-the-market vs. World Online

In zijn dissertatie levert de Jong kritiek op de wijze waarop de Hoge Raad in het World Online-arrest is omgegaan met de eerste schakel van het csqn-verband, te weten het verband tussen misleiding en transactie. Waar de Hoge Raad als vereiste lijkt te stellen dat de misleidende informatie de belegger direct of indirect – via een adviseur of berichten die de ronde doen op de markt – moet hebben beïnvloed in zijn beleggingsbeslissing, acht de Jong dit een te streng criterium. Hij bepleit een ruimere ‘transactiecausaliteit’ inhoudende dat, naast de door de Hoge Raad genoemde gevallen, ook het enkele vertrouwen van de belegger op het feit dat alle relevante informatie over de uitgevende instelling in de openbaarheid is en gereflecteerd wordt in de prijs (m.a.w. vertrouwen in de zuiverheid van de beurskoers) csqn-verband constitueert.⁵⁴ Dit komt neer op een pleidooi dat niet alleen de causale modaliteiten nrs. (1), (2) en (3), maar ook modaliteit nr. (4) het vereiste csqn-verband oplevert. Daarmee zouden elementen van de Amerikaanse fraud-on-the-market theorie binnendringen in het aan te leggen causale verband, iets waaraan A-G Timmerman ‘vooralsnog’ niet de voorkeur geeft.⁵⁵ De vraag is welk van beide opvattingen de voorkeur verdient.

Richten wij het vizier op causale modaliteit nr. (4), die in dit verband ter discussie staat. De belegger vertrouwt er in die modaliteit op, dat alle relevante informatie met betrekking tot de uitgevende instelling en de effecten in de openbaarheid is en gereflecteerd wordt door de koers (efficiëntie van de markt; zuiverheid van de koers). Ter onderbouwing van het causale verband stelt hij dat hij zonder de misleiding de effecten voor een lagere prijs zou hebben verworven. Zijn schade bestaat uit het teveel betaalde. Het teveel betaalde bedrag wordt af-

51 Raaijmakers 2010, p. 340; Lieverse 2010a, p. 41; Frielink, noot bij JOR 2010/43 sub 9; Vletter-van Dort 2010 sub (iii).

52 De Hoge Raad kon dat uiteraard ook niet doen, omdat vooralsnog slechts de gevorderde verklaring voor recht ten behoeve van het collectief aan de orde was. Ook is het aanleggen van csqn-verband een overwegend feitelijke kwestie.

53 De Jong 2010, p. 159-160, 162 en 170.

54 De Jong 2010, p. 159-160, 162 en 170. Overigens merkt De Jong op dat het praktische belang van zijn kritiek in het geval van prospectusaansprakelijkheid grotendeels teniet wordt gedaan, vanwege het toepassen van de omkeringsregel door de Hoge Raad (zie hierboven par. 10.4).

55 Conclusie A-G Timmerman sub 4.7.5.7.

geleid uit de koersdaling die optreedt bij het bekend worden van de waarheid.⁵⁶ Past deze redenering in zijn algemeenheid bij de methode volgens welke naar Nederlands civiel recht causaal verband wordt vastgesteld? Zoals besproken in par. 10.2, bestaat deze methode uit twee stappen: (1) de feitelijke csqn-toets en (2) de normatieve toets van de redelijke toerekening ex art. 6:98 BW. *Onder normale (markt)omstandigheden* is het bestaan van csqn-verband tussen de misleiding en (bij misleiding in positieve zin) inflatie van de koers, met als gevolg dat beleggers die instappen teveel betalen en dus schade lijden, aannemelijk. Denkt men immers de misleiding weg, dan zou de koers niet zijn geïnflateerd en zou de belegger een lagere aankoopprijs hebben betaald. Het csqn-bewijs komt in feite neer op het – door de belegger te leveren – bewijs dat de koers op het moment van aankoop door de misleidende voorstelling van zaken was beïnvloed.⁵⁷ De toerekeningstoets van art. 6:98 BW leidt mijns inziens niet tot een ander resultaat. Ter invulling van deze toets zijn voorzienbaarheid en verwijderdheid van de schade belangrijke factoren.⁵⁸ Het feit dat door een (in positieve zin) misleidende mededeling de koers wordt geïnflateerd en beleggers die instappen daardoor teveel betalen, is zowel een voorzienbaar als een tamelijk direct (i.e. niet ver verwijderd) gevolg van de misleiding. De door De Jong bepleite modaliteit nr. (4) lijkt dus *in beginsel* te passen binnen het kader dat naar Nederlands civiel recht wordt gehanteerd bij de vestiging van causaal verband tussen onrechtmatig handelen en schade.

Primaire markt en aftermarket niet efficiënt

Uitdrukkelijk wordt in het voorgaande de nuance aangebracht, dat een en ander *onder normale marktomstandigheden* geldt. Daarmee wordt bedoeld op een geëvolueerde effectenmarkt, waarin vraag en aanbod elkaar redelijk in evenwicht houden en hun volle inwerking op de koersvorming hebben gehad. Normaal gesproken is dit in de secundaire markt het geval. In de primaire markt, en in het bijzonder in geval van een eerste aanbieding en notering (ipo), ligt dit fundamenteel anders. De prijsvorming in het kader van het boekbuilding proces⁵⁹ is niet te vergelijken met die op de secundaire markt. Er is slechts één aanbiedende partij, te weten de uitgevende instelling. De (bandbreedte van de) introductieprijs wordt in het bijzonder bepaald op basis van een door de lead manager uitgevoerde waardering (*valuation*) van de onderneming, veeleer dan door de informatie in het prospectus. Vaak vindt deze waardering al (op voorlopige basis) plaats voordat het prospectus gereed is. Het in modaliteit nr. (4) door de belegger te leveren bewijs dat de misleidende passages in het prospectus van invloed zijn geweest op de introductieprijs is dan ook problematisch.⁶⁰ Feiten die op het tegendeel wijzen, bijv. dat de *valuation* een in hoge mate bepalende factor voor de introductieprijs

56 De Jong 2010, p. 148, spreekt van de residuele koersdaling, i.e. de koersdaling die het gevolg is van de bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap, gecorrigeerd voor exogene factoren (zoals een gelijktijdige algehele daling van de markt of de betreffende sector).

57 Aldus de Jong 2010, p. 254-255.

58 Zie par. 10.2 en Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013, nr. 64.

59 Zie par. 3.2.2.8.

60 Dit wordt ook door De Jong 2010, p. 143, onderkend. In geval van een vervolgemissie of seo (seasoned equity offering) wordt de uitgiftekoers niet bepaald op basis van *valuation*, maar wordt aangeknoopt bij de in de secundaire markt 'gevestigde' beurskoers. Deze is in de loop der tijd bepaald door vraag en aanbod en door een gestage stroom van (periodieke en ad hoc) informatie over de uitgevende instelling. De hypothetische of 'zuivere' (uitgifte)koers, waaruit de misleiding is weggedacht, is in dat geval gemakkelijker vast te stellen.

is geweest, zijn daarentegen door de uitgevende instelling en de lead manager gemakkelijker aan te voeren. Ook bij de ipo van World Online was de door de banken uitgevoerde *valuation*, die voor een belangrijk deel op toekomstverwachtingen was gebaseerd, bepalend voor de introductiekoers. De gehanteerde waarderingsmethode bleek duidelijk uit het prospectus.⁶¹ Het is dan ook de vraag of, wanneer de lagere prijs waarvoor de CEO van World Online een deel van haar aandelen kort voor introductie had vervreemd wél in het prospectus zou zijn opgenomen, de introductieprijs lager zou zijn uitgevallen.⁶² Kortom, in de primaire markt, in het bijzonder bij een ipo, is de invloed van prospectusinformatie op de uitgiftekoers van de effecten en de koers in de (secundaire) aftermarket onduidelijk. Bij de bruikbaarheid van modaliteit nr. (4) moeten in dat geval vraagtekens worden gezet.⁶³

A-G Timmerman, en in navolging van hem de Hoge Raad, heeft er in de World Online-zaak niet voor gekozen om uit te gaan van een ruime, aan de *fraud on the market-theorie* ontleende, transactiecausaliteit. De A-G baseert zijn keuze op twijfels die bestaan over de presumptie van een efficiënte markt. Hij werkt dit uit met voorbeelden die ontleend zijn aan de *secundaire* markt.⁶⁴ De vraag of in de *primaire* markt, in het bijzonder bij een ipo, überhaupt sprake kan zijn van een efficiënte markt, laat de A-G bewust buiten beschouwing.⁶⁵ De A-G had, nu hij toch overwegingen ten overvloede aan de causaliteitskwestie heeft gewijd, een stap verder kunnen gaan door duidelijk te maken dat in ieder geval bij een ipo niet kan worden uitgegaan van een efficiënte markt.

Verantwoordelijkheid belegger; moral hazard

Het is de vraag of het uit belegger-educatieve overwegingen wenselijk is om causale modaliteit nr. (4) in het Nederlandse recht te incorporeren. In feite is dan de boodschap aan de belegger, dat het niet uitmaakt of hij kennisneemt van enige informatie met betrekking tot de effecten die hij aankoopt. De koers is toch wel zuiver, en als dat niet zo is kan hij ageren. In de (efficiënte) secundaire markt moge dit wellicht opgaan. Maar de primaire markt, zeker in geval van een ipo, is niet efficiënt. En dan neemt het belang van kennis nemen van het prospectus toe, omdat een louter vertrouwen op de ‘zuiverheid’ van de introductiekoers ongegrond is. Een causaliteitscriterium waaronder het wel of niet – direct of indirect – kennisnemen van het prospectus van geen enkel belang is, creëert in die situatie een *moral hazard*. Het feit dat prospectusinformatie vaak niet door de particulie-

61 Zie het arrest van het Hof, r.o. 2.20.4.

62 De Jong 2010, p. 144, acht dit ‘niet onaannemelijk’. Dit oordeel is m.i. te speculatief. Wanneer de door Brink gerealiseerde, lagere verkoopprijs alsmede de daarbij gehanteerde waarderingsmethode in het prospectus (en liefst ook ruim vóór de ipo) publiek zou zijn gemaakt en wanneer in het prospectus behoorlijk was uitgelegd waarom inmiddels een andere, meer toekomstgerelateerde waarderingsmethode op zijn plaats was, valt nog maar te bezien of de prijsstelling anders had uitgepakt. Een koersval, met name na een ipo, wegens achtergehouden informatie kan volledig worden veroorzaakt door het feit dat beleggers ‘het niet langer vertrouwen’, zonder dat er enige aanwijsbare relatie is met de waarde van de achtergehouden informatie.

63 Als ik hem goed begrijp, doet De Jong 2010, p. 144-145, dit – enigszins verhuuld – eveneens.

64 Conclusie A-G Timmerman sub 4.7.5.6.

65 Conclusie A-G Timmerman sub 4.1.4.8 en 4.7.5.10, noot 159. Sub 4.1.4.8 wordt verwezen naar rechtspraak van de US Court of Appeals waarin deze vraag ontkennend is beantwoord. Ook Nelemans 2007, p. 28, geeft n.m.m. impliciet een ontkennend antwoord, waar hij stelt dat de efficiënte markthypothese (emh) mede gebaseerd is op het optreden van arbitrageurs in de markt, die de koers op het juiste niveau houden. Dit geldt uiteraard alleen voor de secundaire, niet voor de primaire markt.

re belegger wordt gelezen, betekent niet dat hij hierin ook nog moet worden aangemoedigd door het civiele aansprakelijkheidsrecht.

In dezelfde context is er de ontwikkeling in het effectenrecht waarop al eerder werd gewezen, i.e. het toegenomen belang van de samenvatting van het prospectus na implementatie van de Wijzigingsrichtlijn Prospectus 2010/73 in de Wft. De samenvatting wordt sindsdien immers – in sterkere mate dan voorheen – juist opgesteld om het voor de particuliere belegger gemakkelijker te maken om tot een verantwoorde beleggingsbeslissing te komen. Door mij is betoogd, dat het niet kennis nemen door de belegger van althans de samenvatting in het civiele aansprakelijkheidsrecht zou moeten kunnen doorwerken, bijv. door eerder tot eigen schuld van de belegger te concluderen.⁶⁶ In primaire markt-/ipo context spoort toepassing van causale modaliteit nr. (4), waarbij het juist van geen enkel belang is of de belegger – direct of indirect – van enige informatie inzake de uitgevende instelling kennis neemt, niet met deze ontwikkeling. Ook in het consumentenrecht wordt, meer in zijn algemeenheid, wel gepleit voor meer eigen verantwoordelijkheid van de consument.⁶⁷

Wet OHP: geen relativiteit

Zoals gezegd, stelt de belegger in de door De Jong bepleite causale modaliteit nr. (4) niet dat hij door misleidende informatie in het prospectus tot zijn beleggingsbeslissing is bewogen, maar (slechts) dat hij, vertrouwend op de zuiverheid van de koers, tegen een te hoge koers is ingestapt en dus teveel voor zijn effecten heeft betaald. Een dergelijke stellingname verhoudt zich naar mijn mening moeizaam met de strekking van art. 6:193a/194 e.v. BW. Uit de Richtlijn OHP en de wetsgeschiedenis blijkt op geen enkele wijze dat deze bepalingen, naast het beschermen van de consument respectievelijk de bedrijfsmatig handelende koper tegen misleiding, ook het bewerkstelligen van een zuiver prijsniveau op de markt als doel hebben. In dit verband kan gewezen worden op de volgende overweging van de Hoge Raad in het World Online-arrest:

‘Blijkens art. 6:194, aanhef en onder d, BW kan een mededeling betreffende de prijs van aangeboden goederen of diensten, of [betreffende; verduidelijking jpf] de wijze van berekenen van die prijs, misleidend zijn. In deze bepaling gaat het niet om de vraag of de in feite te betalen prijs op zichzelf ‘juist’ of marktconform is, maar om de vraag of over (de berekening van) de in feite te betalen prijs misleidende informatie wordt gegeven. (...) Dit brengt mee dat de stellingen van VEB met betrekking tot de introductieprijs niet beoordeeld moeten worden aan de hand van de art. 6:194-195 BW, maar aan de hand van de algemene regels inzake onrechtmatige daad.’⁶⁸

Het belang van de belegger om effecten te verwerven tegen een ‘zuivere’ koers is niet een belang dat onder het beschermingsbereik van art. 6:193a/194 e.v. BW valt. Hetzelfde geldt voor de door hem gestelde schade in de vorm van koersinflatie. In termen van de relativiteitsleer: de normschendende gedraging (misleiding) is weliswaar onrechtmatig, maar art. 6:193a/194 e.v. BW heeft niet de

⁶⁶ Zie par. 5.5.7.

⁶⁷ Zie Rinkes 2010, p. 146 en 151-152 met verwijzingen. Rinkes betoogt o.m. dat het succesvol functioneren van de Europese markt voor de consument veronderstelt dat niet alleen aanbieders, maar ook consumenten hun eigen verantwoordelijkheid nemen. Zie ook K.J.O. Jansen 2010, i.h.b. par. 7 en 8.

⁶⁸ World Online-arrest, r.o. 4.19.2 in navolging van de conclusie van A-G Timmerman sub 5.10.7.

strekking de belegger tegen de gestelde schade en de wijze van ontstaan daarvan te beschermen.⁶⁹ De belegger die betoogt dat hij schade heeft geleden als gevolg van een onzuivere koers en het teveel betaalde terugvordert, zal dus moeten ageren op basis van art. 6:162 BW. Daarmee verspeelt de belegger zijn recht op omkering van de bewijslast ten aanzien van de misleiding en de toerekenbaarheid daarvan aan de uitgevende instelling en de lead manager.⁷⁰ Weliswaar kan de rechter met toepassing van de uitzonderingsregel van art. 150 Rv de bewijslast alsnog omkeren op grond van de redelijkheid en billijkheid, maar de belegger heeft hierover geen zekerheid.

Concluderend ben ik van mening dat de door De Jong bepleite causale modaliteit nr. (4), waarbij de belegger (slechts) stelt dat hij, vertrouwend op de zuiverheid van de koers, tegen een te hoge koers is ingestapt en dus teveel voor zijn effecten heeft betaald, in geval van een ipo doorgaans niet bruikbaar zal zijn bij gebreke van een efficiënte markt.⁷¹ Dit geldt in ieder geval wanneer de misleiding aan het licht komt in de periode waarin de secundaire markt zich na de primaire markttransactie nog niet heeft gestabiliseerd, in de zin dat vraag en aanbod een redelijke balans hebben bereikt en een evenwichtige inwerking op de koers hebben gehad. Aangenomen mag worden dat daarvan in beginsel geen sprake is tijdens de aftermarket (van doorgaans dertig dagen na introductie), waarin leden van het emissiesyndicaat als stabilisator (mogen) optreden en in die hoedanigheid transacties op de markt (mogen) verrichten.⁷² Na afloop van deze dertig dagen zal van geval tot geval moeten worden beoordeeld of inmiddels sprake is van een efficiënte markt die zich leent voor toepassing van modaliteit nr. (4).

Het bezwaar dat op basis van modaliteit nr. (4) gevorderde schade niet onder het beschermingsbereik van de Wet OHP valt geldt te allen tijde. Indien de belegger er desalniettemin voor kiest om onder modaliteit nr. (4) het teveel betaalde als schadevergoeding te vorderen, zal hij dus op basis van art. 6:162 BW moeten ageren. Wanneer de belegger – zoals in collectieve acties doorgaans aan de orde is – een gefaseerde benadering verkiest, zal hij de grondslag van zijn vordering al in de eerste fase van de procedure, waarin een verklaring voor recht wordt gevorderd dat de uitgevende instelling en de lead manager onrechtmatig hebben

69 Zie de drie elementen van de relativiteitsleer, uiteengezet in par. 8.1 met verwijzing naar Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 131. Dat (de strekking van) de norm die de grondslag is van aansprakelijkheid bepalend is voor het schadebegrip is expliciet betoogd door Lindenberg 2006, p. 10-11.

70 Beleggers in de secundaire markt die zich niet op een misleidend prospectus, maar op misleidende periodieke of ad hoc mededelingen van de uitgevende instelling beroepen, moeten hoe dan ook op grond van art. 6:162 BW ageren. Zij verzwakken met een dergelijke stellingname hun bewijspositie dus niet.

71 Bij een vervolgemissie of *seasoned equity offering* (seo) zal per geval moeten worden beoordeeld of van een efficiënte markt sprake is.

72 Zie art. 5 lid 4 Verordening 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (*PbEU* 2014 L 173/1) en art. 5 Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/1052 inzake terugkoop en stabilisatie (*PbEU* 2016 L 173/34). Denkbaar is m.i. dat de rechter in een concreet geval oordeelt dat al vóór het verstrijken van deze periode van 30 dagen sprake is van een efficiënte markt, bijv. wanneer de koers voorafgaand aan het bekend worden van de misleiding stabiel is en er (vrijwel) geen stabilisatietransacties zijn verricht (deze moeten op grond van voornoemde regelgeving binnen een week bij de betreffende toezichthouder worden gemeld).

gehandeld, expliciet tot art. 6:162 BW moeten beperken.⁷³ Doet hij dat niet en wordt in de eerste fase de dubbele bewijslastomkering van art. 6:193j/195 BW toegepast, dan dient de belegger in de tweede fase mijns inziens zijn stellingen omtrent causaal verband en schade te modelleren naar modaliteit nr. (1), (2) of (3). Hij dient te bewijzen dat hij door de misleidende mededelingen tot aankoop van de effecten is bewogen en dat hij deze zonder de misleiding niet had gekocht. Het alsnog vorderen van het teveel betaalde onder modaliteit nr. (4) zou betekenen dat de bewijslast in de eerste fase ten onrechte is omgekeerd, hetgeen in strijd is met de eisen van een goede procesorde.⁷⁴

Gelet op het voorgaande eist de Hoge Raad in het World Online-arrest, overwegende in het kader van art. 6:193a/194 e.v. BW en in de setting van een ipo, naar mijn mening terecht een csqn-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing (modaliteit nr. (1), (2) of (3)).⁷⁵ Een ruimer csqn-verband, in de zin dat het vertrouwen van de belegger op de zuiverheid van de beurskoers zou volstaan (modaliteit nr. (4)), stuit in primaire markt-/ipo-context af op het ontbreken van een efficiënte markt en in de context van art. 6:193a/194 BW op het ontbreken van relativiteit.⁷⁶ Voor wat betreft de primaire markt-/ipo-context onderkent De Jong dat het moeilijk is om aan te tonen *dat* (= causaliteit) en *in hoeverre* (= schadeomvang) de prijs lager was geweest zonder de misleiding in het prospectus.⁷⁷ Daarmee bevestigt hij – naar mij voorkomt terecht – de onwerkbaarheid van modaliteit nr. (4) bij ipo's. De optie die resteert is die van een causaliteitscriterium dat een csqn-verband tussen misleiding en beleggingsbeslissing vereist (causale modaliteiten nrs. (1), (2) en (3)). Meer smaken zijn er niet. Dit criterium is precies hetgeen A-G en Hoge Raad in het World Online-arrest voor ipo's hebben geïndiceerd. De kritiek van De Jong op deze benadering,⁷⁸ die door de Hoge Raad uitdrukkelijk beperkt is tot 'algemene uitgangspunten voor *prospectusaansprakelijkheid bij beursintroductions*', deel ik dan ook niet.

Een en ander neemt niet weg, dat causale modaliteit nr. (4) *buiten* de context van de primaire markt en van art. 6:193a/194 BW – m.a.w. in geval van misleiding door periodieke en/of ad hoc mededelingen van de uitgevende instelling in de secundaire markt – mogelijk wel dienst zou kunnen doen. De belangrijkste voorwaarde daarvoor is, dat komt vast te staan dat de markt voor de betreffende effecten informatieel efficiënt is, in de zin dat alle voor het publiek beschikbare informatie snel en correct in de beurskoers wordt verwerkt, inclusief de mis-

73 Het procesrecht biedt de eisende partij hiertoe de mogelijkheid; zie par. 6.7.1, noot 94. De Jong 2010, p. 258-259, acht het mogelijk dat de belegger (naar ik aanneem in de tweede fase van de procedure, nadat een verklaring voor recht is verkregen dat onrechtmatig is gehandeld) bij het inkleden van zijn vordering tot schadevergoeding voor twee ankers gaat liggen door *beide* causale modaliteiten nrs. (1)-(3) en (4) primair/subsidiar dan wel alternatief op te voeren. De Jong miskent daarbij m.i. dat een mogelijke omkering van de bewijslast ex art. 6:193j/195 BW in de eerste fase van de procedure a.h.w. doorwerkt in de tweede fase.

74 Vergelijk in dit verband de ratio van art. 615 jo. 130 lid 1 Rv.

75 R.o. 4.11.

76 Het eerste bezwaar is door A-G Timmerman onderkend, hoewel n.m.m. met onvoldoende nadruk op het feit dat gebrek aan marktefficiëntie *juist* in primaire markt-/ipo-context een probleem vormt. De Hoge Raad volgt de A-G zonder zich expliciet in termen van marktefficiëntie uit te laten. Het ontbreken van relativiteit onder art. 6:193a/194 BW is door A-G en Hoge Raad – m.i. ten onrechte – niet als bezwaar tegen modaliteit nr. (4) opgebracht.

77 De Jong 2010, p. 299 en 391, waarbij hij voorstelt om de belegger tegemoet te komen door invoering van een wettelijke maatstaf ter begroting van de schade. Ten eerste lost een wettelijke schadebegrotingsmaatstaf het probleem van het te leveren causaliteitsbewijs niet op. Ten tweede kan een voorstel voor nieuwe wetgeving niet dienen ter ondersteuning van kritiek op een keuze die de Hoge Raad (uiteraard) naar geldend recht moest maken.

78 De Jong 2010, p. 159-160, 162, 170 en 388-389.

leidende informatie. Alleen dan kan immers zonder voorbehoud gesteld worden dat een belegger die na het publiceren van misleidende informatie een transactie in de effecten verricht, dit doet tegen een onzuivere koers. De hypothese dat effectenmarkten informatieel efficiënt zijn is lange tijd onbetwist geweest. Sinds ca. 1990 maken diverse auteurs hierbij kanttekeningen. Een bespreking van de efficiënte markthypothese (emh), die naar mijn mening uitsluitend betekenis heeft voor de secundaire markt buiten ipo-context, gaat het bestek van dit boek te buiten.⁷⁹ Prospectusaansprakelijkheid heeft met name betrekking op de primaire markt en de directe aftermarket na een emissie. De door de Hoge Raad in het World Online-arrest gegeven ‘algemene uitgangspunten’ zien naar mijn mening niet op de ‘reguliere’ secundaire markt, buiten het kader van de aftermarket na een beursintroductie.⁸⁰

10.6 Rol van analisten en media; medeschuld

Wanneer de belegger zelf direct kennis neemt van een misleidend prospectus en uitsluitend op basis daarvan een beleggingsbeslissing neemt (modaliteit nr. (1)), is het prospectus de enige mogelijke oorzaak van zijn koersschade. In alle overige, meer indirecte causale modaliteiten, is er de mogelijkheid dat externe factoren op de causale keten inwerken. De door de belegger ingeschakelde adviseur (modaliteit nr. (2)) kan informatie uit het prospectus die al in zekere mate misleidend is, op nóg misleidenter wijze aan de belegger doorgeven dan wel daar andere punten van misleiding aan toevoegen. De marktstemming (modaliteit nr. (3)) en de koers (modaliteit nr. (4)) waarop de belegger afgaat c.q. vertrouwt kunnen beïnvloed worden door misleidende berichten in de media of misleidende analistenrapporten, die bijv. een reeds misleidende passage kunnen versterken of zelfs nieuwe punten van misleiding kunnen toevoegen. Daarbij zal het niet zozeer gaan om vormen van misleiding, waarbij een materieel gegeven is *weggelaten* uit het prospectus dat de adviseur respectievelijk de media en analisten ook niet hadden kunnen ontdekken,⁸¹ maar veeleer om materieel *onjuiste* gegevens die door hen nog eens worden aangedikt. Ik noem als voorbeeld het prospectus waarin met overdrijving wordt vermeld dat de uitgevende instelling Y ‘in een vergevorderd stadium van onderhandeling’ is over de acquisitie van onderneming X. Naar aanleiding daarvan verschijnen berichten in de media met de kop ‘Y wordt door overname Europese topper’.

79 Zie voor Nederland A-G Timmerman, conclusie bij World Online-arrest sub 4.1.4.3-8 en 4.7.5.4-10 en Hijink 2010, p. 249-269 (beiden met kanttekeningen bij de emh); Nelemans 2007, p. 20-30 (kwalificeert de effectenmarkt als ‘overwegend efficiënt’); De Jong 2010, p. 112-117 en p. 387-388 (betoogt dat bij toepassing van causale modaliteit nr. (4) mogelijke inefficiënties aan het licht kunnen worden gebracht in een door deskundigen te verrichten en door de belegger mogelijk in het geding te brengen *event study*). Allen met uitvoerige verwijzingen naar buitenlandse – i.h.b. Amerikaanse – literatuur.

80 De Jong is n.m.m. dan ook te snel met het trekken van de – overigens niet gemotiveerde – conclusie uit het World Online-arrest dat ‘Voor schending van andere informatieverplichtingen [dan in een prospectus; jpf] waarschijnlijk hetzelfde [i.e. het vereiste van causaal verband tussen misleiding en beleggingsbeslissing; jpf] geldt’; zie De Jong 2010, p. 257.

81 Een voorbeeld daarvan is het weglaten uit het World Online-prospectus van de verkoopprijs van USD 6,04 waarvoor Brink een deel van haar aandelen enkele maanden voor de beursgang verkocht, terwijl de introductieprijs ter beurze € 43 bedroeg. Deze ommissie is door de Hoge Raad misleidend geoordeeld.

Een al eerder besproken voorbeeld uit de praktijk van de wijze waarop de media op misleidende wijze de marktstemming kunnen beïnvloeden kan worden ontleend aan het arrest van het Hof inzake World Online. Volgens het Hof maakt het woord ‘*transferred*’ in het prospectus voldoende duidelijk dat CEO Brink een deel van haar aandelen voorafgaand aan de beursintroductie definitief heeft verveemd en vindt het feit dat veel journalisten daarover anders hebben geschreven ‘zijn verklaring (...) in de omstandigheid dat deze hun artikelen zonder (grondige) lezing van het prospectus zullen hebben geschreven’.⁸² Met andere woorden, niet het prospectus is misleidend, maar de journalistieke berichtgeving. Deze berichtgeving is wel in hoge mate bepalend voor de stemming op de markt.

Wanneer reeds misleidende prospectusinformatie nog eens wordt ‘aangedikt’ door (bijv.) berichtgeving in de media of analistenrapporten als zelfstandige bronnen van misleiding, dient de belegger te bepalen welke van de betrokken partijen hij – naast de uitgevende instelling en de lead manager – in rechte betreft. Ten aanzien van elke gedaagde zal afzonderlijk esqn-verband moeten worden vastgesteld en de toerekeningstest van art. 6:98 BW moeten worden uitgevoerd. Mogelijk vloeit hieruit voort dat ieder van hen aansprakelijk is voor de gehele schade.⁸³ In dat geval geldt ex art. 6:102 BW (medeschuld) het beginsel van hoofdelijke aansprakelijkheid van een ieder voor het geheel. Voor de onderlinge bijdrageplicht wordt de maatstaf van art. 6:101 BW toegepast: een ieder is draagplichtig in evenredigheid met de mate waarin de aan hem toe te rekenen omstandigheden tot de schade hebben bijgedragen. Beoordeeld zal derhalve moeten worden in welke mate elk van de bronnen van misleiding (prospectus, media, analisten) aan het ontstaan van de schade heeft bijgedragen. Ook eventuele eigen schuld van de belegger wordt meegewogen.⁸⁴

10.7 Niet-beursgenoteerde effecten

Ten aanzien van niet aan het publiek aangeboden en niet aan een gereguleerde markt verhandelde effecten is geen sprake van een marktprijs. De uitgevende instelling heeft wel periodieke informatieverplichtingen onder het jaarrekeningenrecht, maar geen ad hoc informatieverplichtingen. Van informationele efficiëntie, in de zin van (onmiddellijke) verwerking van informatie in de prijs van de effecten, is geen sprake. Een en ander leidt er mijns inziens toe dat causale modaliteit nr. (4), waarbij de belegger stelt dat hij heeft vertrouwd op de zuiverheid

82 Hof Amsterdam 3 mei 2007, JOR 2007/154 m.nt. M.W. den Boogert (World Online), r.o. 2.11.4. De Hoge Raad laat dit oordeel van het Hof in stand (r.o. 4.13.1-2). In par. 7.5.4 is de betreffende overweging van het Hof in extenso weergegeven.

83 Wanneer het schade veroorzakend handelen van de gedaagden complementair wordt geoordeeld binnen de grenzen van de totale schade, kan de toerekeningstoets van art. 6:98 BW resulteren in het vaststellen van een *gedeelte*lijke vergoedingsplicht van elk van hen, bij elkaar opgeteld tot 100 % van de schade. Het lijkt mij tamelijk theoretisch dat verschillende bronnen van misleiding elkaar op deze wijze aanvullen. Doorgaans zal op zijn minst sprake zijn van overlapping, bijv. 20 % van de schade is toe te rekenen aan het misleidende prospectus en 80 % aan *elk* van de aangesproken media. Vaak zal de *gehele* schade herleidbaar zijn tot iedere afzonderlijke bron waarop de belegger is afgegaan c.q. die de koers heeft beïnvloed. In dat geval kan op basis van art. 6:99 BW causaal verband worden geconstrueerd ten aanzien van iedere individuele bron van misleiding, met de mogelijkheid van bewijs van het tegendeel door iedere gedaagde.

84 Zie voor dit alles Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013, nrs. 85, 86 en 133 e.v.

van de prijs en tegen een te hoge prijs is ingestapt, moeilijk werkbaar is. Bij niet-beursgenoteerde effecten is het, bij gebreke van een marktprijs, immers nog moeilijker om op hypothetische basis de ‘zuivere’ prijs, met eliminatie van de invloed van misleidende informatie, achteraf vast te stellen dan bij beursgenoteerde effecten. Het processuele debat zal zich toespitsen op de door de uitgevende instelling en haar adviseurs toegepaste waarderingsmethode. Wanneer laatstgenoemden gemotiveerd kunnen betogen dat de gevolgde methode ten tijde van uitgifte van de effecten deugdelijk of althans verdedigbaar was, zal de stelling van de belegger dat hij teveel voor de effecten heeft betaald al snel stranden.⁸⁵

Een additionele moeilijkheid bij eventuele toepassing van causale modaliteit nr. (4) in geval van beleggingsschade bij aankoop van niet-beursgenoteerde effecten is, dat het in veel gevallen om een nieuwe onderneming (start-up) zal gaan. Het betreft vaak de uitgifte van nieuwe effecten aan beleggers (primaire markttransactie) ter verkrijging van het startkapitaal van de onderneming. De uitgifteprijs zal voor een belangrijk deel zijn gebaseerd op toekomstverwachtingen.⁸⁶ Bij beursgenoteerde effecten zal mogelijke verwachtingswaarde doorgaans in de marktprijs zijn verdisconteerd. Wanneer de toekomstverwachtingen in rook opgaan, zal de daarmee gepaard gaande koersval een indicatie vormen voor het gedeelte van de prijs dat gevormd werd door de verwachtingswaarde. Bij niet-beursgenoteerde effecten is er geen marktprijs en ontbreekt dus ook een mogelijke koersval als indicator van verwachtingswaarde.⁸⁷

Het voorgaande in aanmerking nemende is het naar mijn mening weinig zinvol voor de misleide belegger in niet-beursgenoteerde effecten om als schade te stellen dat hij teveel heeft betaald en recht heeft op vergoeding van het verschil tussen de instapprijs en de ‘werkelijke waarde’ van de effecten (causale modaliteit nr. (4)).⁸⁸ Anders dan in de secundaire markt voor beursgenoteerde effecten, is het bij niet-beursgenoteerde effecten moeizaam om te spreken van een ‘zuivere koers’ of ‘werkelijke waarde’ waaruit het effect van de misleidende informatie is geëlimineerd. Het zal erop neerkomen dat de teleurgestelde belegger in niet-beursgenoteerde effecten zal moeten stellen dat de ter beschikking gestelde informatie misleidend was en hem tot zijn beleggingsbeslissing heeft bewogen. Daarbij past dat hij zijn volledige investering als schadevergoeding vordert (causale modaliteiten nrs. (1), (2) en (3)).

10.8 Beperkte houdbaarheid van het prospectus

Een prospectus wordt uitgebracht met het oog op een specifieke plaatsing van effecten. Een vraag die in het kader van het causaliteitsvereiste kan worden gesteld is, hoe lang na dato mededelingen in het prospectus nog als juridisch relevante oorzaak van beleggingsschade kunnen gelden. Twee typen situaties kunnen

85 Vergelijk het processuele debat in de World Online-zaak over de hoogte van de emissieprijs.

86 Dit is bijv. het geval in HR 30 mei 2008, NJ 2010, 622 m.nt. J.B.M. Vranken; JOR 2008/209 m.nt. B.J. de Jong (De Boer c.s./TMF Financial Services), waar het ging om projectontwikkeling in Spanje, en HR 17 december 2010, NJ 2011, 8; JOR 2011/53 m.nt. J.B.S. Hijink (Van Nieuwburg c.s./TMF Nederland) betreffende projectontwikkeling in de Dominicaanse Republiek.

87 Dit probleem wordt ook door De Jong onderkend in zijn JOR-annotatie bij het De Boer/TMF-arrest sub 7.

88 De Jong houdt deze route voor de belegger in niet-beursgenoteerde effecten kennelijk wel open, zie zijn annotatie bij HR 30 mei 2008, JOR 2008/209 (De Boer c.s./TMF Financial Services) sub 7.

worden onderscheiden. Allereerst kan een mededeling die op de datum van het prospectus niet misleidend is, door latere ontwikkelingen worden achterhaald. Een joint venture van de uitgevende instelling met een derde waaraan in het prospectus wordt gerefereerd kan worden beëindigd; een belangrijk octrooi van de uitgevende instelling kan enige tijd na het uitbrengen van het prospectus door een derde worden betwist. In dergelijke gevallen geldt het uit de Anglosaksische praktijk afkomstige adagium: *The prospectus speaks as of its date*. Feiten of ontwikkelingen die na de datum van het prospectus zijn voorgevallen of ingezet – en op die datum niet voorzienbaar waren – kunnen het prospectus niet alsnog misleidend maken. Daaruit voortvloeiende koersschade kan door de belegger niet worden verhaald.

De publiekrechtelijke regelgeving inzake het uitbrengen van het prospectus sluit hierbij aan, met dien verstande dat voor wat betreft de relevante datum een nuance wordt aangebracht. Art. 5:23 lid 1 Wft bepaalt dat in geval van een belangrijke nieuwe ontwikkeling die zich voordoet tussen goedkeuring van het prospectus⁸⁹ en de definitieve afsluiting van de aanbieding dan wel de aanvang van de beurshandel een aanvullend prospectus moet worden uitgebracht. Het tijdstip per wanneer het prospectus juiste en volledige informatie dient te verschaffen is derhalve voor beursgenoteerde effecten het tijdstip waarop de beurshandel aanvangt.⁹⁰ Bij dat tijdstip dient een streep te worden getrokken, in de zin dat op grond van de prospectusregelgeving geen verplichting op de uitgevende instelling en de lead manager rust om de markt van latere ontwikkelingen op de hoogte te houden. Met andere woorden, er is na dat tijdstip geen verplichting om het prospectus up-to-date te brengen.⁹¹

Het tweede situatietype betreft mededelingen die op de datum van het prospectus misleidend zijn. Hoe lang is de periode waarin beleggers die instappen kunnen stellen dat zij door de betreffende mededeling zijn misleid? Dit komt neer op het stellen van de vraag hoe lang de ‘nawerking’ van het prospectus in de secundaire markt duurt. Met andere woorden, wanneer zijn de misleidende prospectusmededelingen uitgewerkt en is het causale verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing respectievelijk de schade doorbroken? Misleidende mededelingen in het prospectus kunnen in hoofdzaak op twee wijzen hun betekenis verliezen. (a) De misleiding kan aan het licht komen door het bekend worden van de waarheid, bijv. de met grote waarschijnlijkheid in het prospectus voorgespiegelde strategische overname blijkt in het geheel niet plaats te zullen vinden. Bij beursgenoteerde ondernemingen zal het bekend worden van de waarheid doorgaans gepaard gaan met een (heftige) koersbeweging. Beleggers die nadien instappen kunnen niet meer stellen dat zij hiertoe zijn bewogen door de misleidende mededelingen omtrent de overname. (b) De misleidende mededeling is per definitie van tijdelijke waarde en wordt, voordat de misleiding expliciet aan het licht komt, achterhaald door nieuwe ontwikkelingen. Als voorbeeld kan worden genoemd het in het prospectus onjuist berekende en daardoor te positieve resul-

89 De datum van goedkeuring door de AFM is in de praktijk dezelfde als de datum van het prospectus zelf.

90 Voor de wijze waarop dit tijdstip in het emissieproces wordt ingepast, zie par. 3.2.2.8.

91 Dit neemt niet weg dat beursgenoteerde ondernemingen de verplichting hebben om koersgevoelige informatie onverwijld te publiceren. Dergelijke mededelingen staan in beginsel los van het prospectus en worden niet als verkoopbevorderend gezien. Indien zij misleidend zijn, kan de belegger niet op basis van art. 6:193a/194 BW ageren, maar moet hij zijn toevlucht nemen tot art. 6:162 BW als grondslag voor zijn vordering.

taat van de uitgevende instelling over het laatste volledige kwartaal voorafgaand aan de emissie, enkele maanden later gevolgd door publicatie van wél juist berekende resultaten over het eerst aflopende kwartaal na de emissie. Beleggers die na deze laatste publicatie instappen doen dit niet meer op basis van het onjuist weergegeven kwartaalresultaat in het prospectus. In beide gevallen geldt dat de oorspronkelijke, misleidende mededelingen in het prospectus hun relevantie voor de beleggingsbeslissing hebben verloren en dat het causale verband tussen enerzijds deze mededelingen en anderzijds de beleggingsbeslissing en de schade van de belegger is doorbroken.

In aanvulling op het voorgaande kan met betrekking tot prospectusmededelingen die per definitie van tijdelijke waarde zijn nog worden gesteld, dat de belegger hier niet blindelings op mag afgaan. Dergelijke mededelingen kunnen immers op ieder moment door de werkelijkheid zijn ingehaald. Mochten deze mededelingen voor de belegger van wezenlijk belang zijn bij het nemen van zijn beleggingsbeslissing, dan dient hij de actualiteit daarvan te verifiëren. Doet hij dit niet, dan is een eigen schuld verweer (art. 6:101 BW) van de uitgevende instelling en de lead manager denkbaar. Aan dit verweer zal in breder verband aandacht worden besteed in de volgende paragraaf.

10.9 Eigen schuld van de belegger

10.9.1 *Het begrip 'eigen schuld'*

Nadat is vastgesteld dat de belegger is afgegaan op de misleidende mededelingen in het prospectus en daarbij in zijn beleggingsbeslissing is beïnvloed (csqn-verband) en eveneens de omvang van de aansprakelijkheid en de schadevergoedingsplicht op basis van het toerekeningscriterium van art. 6:98 BW is vastgesteld, doet zich de vraag voor of er redenen zijn om tot vermindering van de verplichting tot schadevergoeding te komen. Een van die redenen, welke bespreking behoeft in het kader van de causaliteit, kan zijn dat er eigen schuld is aan de kant van de belegger.⁹² Daarvan is sprake, wanneer de schade behalve door de misleidende mededelingen in het prospectus tevens is veroorzaakt door een verkeerde handelwijze van de belegger. In het kader van eigen schuld wordt het woord 'schuld' dan ook niet gebruikt in de zin van verwijtbaarheid, maar in de zin van fout, verkeerde handelwijze.⁹³ Onder art. 6:101 BW kan de uitgevende instelling dan wel de lead manager een beroep doen op vermindering van de schadevergoedingsplicht, in de zin dat de schade wordt verdeeld over hemzelf en de belegger in evenredigheid met de mate waarin de aan ieder toe te rekenen omstandigheden tot de schade hebben bijgedragen. Op het resultaat van deze evenredige verdeling kan vervolgens een billijkheidscorrectie worden toegepast.

92 Andere, niet causaliteitsgerelateerde redenen kunnen o.m. zijn de mogelijkheid van voordeelsverrekening ex art. 6:100 BW en van matiging door de rechter ex art. 6:109 BW. Voordeelsverrekening is voor de praktijk minder relevant en wordt verder buiten beschouwing gelaten. Zie hierover De Jong 2010, p. 56-58. Rechterlijke matiging komt aan de orde in het kader van potentiële aansprakelijkheid van bestuurders; zie hoofdstuk 14.

93 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013, nr. 107.

10.9.2 Drie praktijksituaties

Bij prospectusaansprakelijkheid kunnen verschillende praktijksituaties worden onderscheiden waarin mogelijk sprake is van eigen schuld van de belegger. De volgende drie gevallen kunnen als belangrijkste worden genoemd, waarbij de gevallen sub (a) en (b) betrekking hebben op eigen schuld aan het *ontstaan* van de schade en geval (c) op eigen schuld aan de *omvang* van de schade:⁹⁴

a. De belegger is op de hoogte van de misleiding

De belegger weet dat het prospectus misleidende mededelingen of omissies bevat die afwijken van de werkelijke toestand van de uitgevende instelling, bijvoorbeeld omdat dit bekend is geworden in de media. Wanneer de belegger in dat geval toch afgaat op het prospectus en effecten koopt tegen een te hoge prijs, is de schade volledig ontstaan als gevolg van omstandigheden die aan de belegger kunnen worden toegerekend. Gezegd kan worden dat in dat geval het causale verband tussen de misleidende mededelingen en de beleggingsbeslissing is weggevallen. Aan toepassing van art. 6:101 BW, dat uitsluitend betrekking heeft op schade die in causaal verband staat met het handelen van zowel de laedens als de gelaedeerde, komt men dan niet toe.⁹⁵ Het Duitse recht sluit, in geval van bekendheid van de belegger met de misleidende prospectusmededelingen, aansprakelijkheid van de uitgevende instelling expliciet uit.⁹⁶

b. De belegger had niet zonder meer op de misleidende prospectusinformatie mogen afgaan

In dit geval is de belegger niet op de hoogte van het misleidende karakter van bepaalde mededelingen in het prospectus, maar had hij wel redenen om niet zonder meer op de juistheid en volledigheid daarvan te vertrouwen. Deze categorie gevallen betreft doorgaans emissies waarbij beleggers met een bepaalde mate van deskundigheid of ervaring worden geadresseerd, die de mogelijkheid hebben om – vragenderwijs – nadere informatie in te winnen bij de uitgevende instelling. Van hen wordt verwacht dat zij van die mogelijkheid gebruik maken wanneer daartoe aanleiding bestaat. Een voorbeeld van een dergelijke situatie geeft het hierboven⁹⁷ besproken arrest van de Hoge Raad inzake De Boer c.s./TMF Financial Services.

De Boer en een aantal andere beleggers stellen dat TMF onrechtmatig jegens hen heeft gehandeld, o.m. door een brochure aan hen te presenteren met misleidende financiële prognoses inzake een door HSI BV te initiëren bouwproject in Spanje, teneinde hen te laten deelnemen in het kapitaal van HSI. TMF trad op als financieel adviseur van HSI. De Boer c.s. vorderen schadevergoeding, o.m. uit hoofde van art. 6:194 BW. Het Hof wijst de vordering toe, maar vermindert de verplichting tot schadevergoeding met 50% op grond van eigen schuld. Het overweegt daarbij dat de beleggers als ervaren zakenlieden hebben nagelaten zich deugdelijk te informeren, hoewel bij goede lezing van de brochure voor hen kenbaar moet zijn geweest dat de daarin gegeven

94 Vergelijk De Jong 2010, p. 218-228, die ook enkele gevallen van eigen schuld van de belegger in de secundaire markt onderscheidt.

95 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013, nr. 108; De Jong 201, p. 218-219.

96 Art. 23(2) sub 3 Wertpapierprospektgesetz.

97 Par. 7.4.

prognose niet was gefundeerd op deugdelijk, verifieerbaar cijfermateriaal. Het tegen dit oordeel gerichte cassatiemiddel bepleit dat een dergelijke informatieplicht, en daarom ook eigen schuld, slechts kan worden aangenomen wanneer eisers *professionele beleggers* waren geweest. Een aparte categorie ‘ervaren zakenlieden’ mag in dit verband geen rol spelen. Dit middel wordt door de Hoge Raad verworpen.⁹⁸ [curs. jpf]

Het arrest maakt duidelijk dat bepaalde, doorgaans meer technisch getinte, informatie in het prospectus minder snel geacht wordt beleggers met bijzondere kennis of ervaring daadwerkelijk te hebben misleid dan de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone consument van Gut Springenheide. Bij eerstgenoemden zal dus eerder sprake zijn van (het verzaken van) een onderzoeksplicht en van eigen schuld. Timmerman nam ditzelfde al aan voor de (beperktere) categorie van professionele beleggers.⁹⁹

Is onder omstandigheden denkbaar dat ook de niet-deskundige Gut Springenheide-belegger de verplichting heeft om onderzoek te doen of vragen te stellen indien de verstrekte informatie daartoe aanleiding geeft? Van een dergelijke verplichting van de doorsnee, niet-deskundige belegger wordt impliciet uitgegaan in het oudere arrest van het Hof Amsterdam inzake de NV Nederlandse Agrarische Industrie.¹⁰⁰ Het betreft een onderhandse emissie, waarin de belegger de praktische mogelijkheid heeft om vragen te stellen. Het verschil in positie van de particuliere belegger bij een onderhandse en een publieke emissie en de daarmee corresponderende mogelijkheid voor de uitgevende instelling en de lead manager om al dan niet een beroep te doen op eigen schuld wordt hieronder in par. 10.9.3 uitgewerkt.

c. De belegger laat na zijn schade te beperken.

Het civiele recht legt op de benadeelde een algemene verplichting tot beperking van zijn schade voor zover dit redelijkerwijs van hem kan worden verlangd. Deze regel ligt besloten in art. 6:101 BW. Het niet beperken van de schade is een omstandigheid die de omvang ervan mede heeft veroorzaakt en die aan de benadeelde kan worden toegerekend.¹⁰¹ Het prototype van een schadebeperkende maatregel die de belegger kan nemen, is verkoop van de effecten die hij als gevolg van misleidende prospectusinformatie voor een te hoge prijs heeft verworven in de emissie en waarvan de beurskoers een daling heeft ingezet. Doet zich op dag (X) voor de belegger een duidelijke mogelijkheid tot verkoop voor en kiest hij er toch voor om de effecten te behouden, dan komt verdere schade voor zijn rekening wegens eigen schuld. Een andere analyse zou zijn, dat het causale verband tussen de misleiding en de na dag (X) opgetreden schade is verbroken.¹⁰²

Een bijzondere situatie is in dit verband verkoop van de effecten door de belegger tegen een ‘paniekprijs’, i.e. in de periode waarin kort na het bekend worden van de misleiding de beurskoers als gevolg van overreactie een sterk negatieve uitslag maakt. Over een vergelijkbaar geval, waarin de beurskoers bewust

98 HR 30 mei 2008, NJ 2010, 622 m.nt. J.B.M. Vranken; JOR 2008/209 m.nt. B.J. de Jong (De Boer c.s./TMF Financial Services), r.o. 3.3.5 en 4.6.

99 Timmerman 1996, p. 83.

100 Hof Amsterdam 24 juni 1953, NJ 1954, 573 (NV Nederlandse Agrarische Industrie).

101 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013, nr. 125 met verwijzing naar Parlementaire Geschiedenis Boek 6 BW, p. 351.

102 Zie meer uitgebreid en met voorbeelden De Jong 2010, p. 225-228.

door marktmanipulatie in de media tijdelijk omlaag werd gebracht, oordeelde de Hoge Raad in een arrest uit 1927. De belegger vordert vergoeding van koersschade van degenen die de onware berichtgeving hebben verspreid, omdat hij zijn aandelen in de tijdelijke daling heeft verkocht. De rechtbank wijst de vordering af wegens het ontbreken van causaal verband tussen de misleidende mededelingen en de schade, omdat de belegger niet gesteld heeft dat de verkoop *noodzakelijk* was. Derhalve moet deze worden beschouwd als een gevolg van zijn eigen niet juist gebleken inzicht omtrent het te verwachten koersverloop. De Hoge Raad casseert en overweegt daarbij als volgt:

‘Dat echter daarbij een te strenge eisch wordt gesteld voor het door art. 1401 BW gevorderde oorzakelijk verband tusschen de gepleegde onrechtmatige daad en de daardoor toegebrachte schade; dat toch onder de door eischer gestelde omstandigheden de schade, geleden tengevolge van den verkoop van de aandeelen tijdens de tijdelijke daling van de beurskoers, het rechtstreeksch en onmiddellijk gevolg is van de handeling, welke die tijdelijke daling in het leven riep, niet alleen dan wanneer de verkoop noodzakelijk was, maar tevens wanneer de verkoop, ofschoon vrijwillig geschied, het redelijkerwijze te verwachten gevolg was van de gepleegde handeling (...)’¹⁰³

Hoewel de koersdaling in dit geval niet samenhangt met het ophelderen van een te rooskleurige omschrijving van de toestand van de uitgevende instelling in een prospectus, maar met bewuste marktmanipulatie buiten het kader van een emissie, kan wel worden gesproken van een paniekverkoop. Anders dan de rechtbank in eerste instantie, construeert de Hoge Raad causaal verband tussen de marktmanipulatie en de geleden koersschade. Deze wordt derhalve niet beschouwd als het gevolg van eigen schuld van de belegger.

De latere Coop-zaak had wel betrekking op een emissie. Beleggers verkochten de door hen verworven obligaties op de beurs tijdens een tijdelijke daling van de beurskoers die zich voordeed na het bekend worden van slecht nieuws over Coop, waarvan de prospectussen geen melding hadden gemaakt. Zij leden daardoor koersschade. De lead manager betwistte het causale verband tussen de beweerdelijk misleidende mededelingen in de prospectussen en deze koersschade. Het hof overweegt als volgt:

‘Met betrekking tot het door de Bank betwiste causaal verband tussen het beweerde misleidende karakter van de prospectussen en de door de Vereniging gestelde, daaruit voortgevloede, schade verdient nog opmerking, dat onder de gegeven omstandigheden een belegger niet valt te verwijten, dat hij ter beperking van (verdere) schade zich van zijn obligaties heeft ontdaan, ook al zou achteraf blijken, dat een andere beslissing juistere of beter zou zijn geweest.’¹⁰⁴

De uitspraak sluit aan bij het hierboven besproken Anton Jurgens arrest uit 1927. Ook daarin wordt causaal verband aangenomen tussen de misleiding en de koersschade geleden door de belegger als gevolg van verkoop tegen een ‘paniekprijs’. Een uitgevende instelling, lead manager of andere verspreider van misleidende

103 HR 3 februari 1927, NJ 1927, p. 636 m.nt. E.M. Meijers (Anton Jurgens Vereenigde Fabrieken).

104 Hof Amsterdam 27 mei 1993, NJ 1993, 682 (Coop), r.o. 5.16. De Coop-jurisprudentie heeft daarnaast vooral betekenis voor de toerekenbaarheid aan de lead manager en wordt dan ook uitvoerig besproken in par. 9.4.

mededelingen moet rekening houden met een koersdaling en met het feit dat deze koersdaling bepaalde beleggers tot verkoop van hun effecten zal aanzetten. Dit laatste valt hen volgens de Hoge Raad niet te verwijten, zodat geen sprake is van eigen schuld.

10.9.3 *Publieke vs. onderhandse emissie*

Het hierboven besproken arrest de Boer c.s./TMF maakt duidelijk dat van particuliere beleggers met een bepaalde mate van kennis en ervaring meer alertheid mag worden verwacht ten aanzien van de betrouwbaarheid van bepaalde (meer technisch getinte) prospectusinformatie dan van de gemiddelde belegger. Betekent dit dat van laatstgenoemde in alle gevallen dezelfde (beperkte) mate van oplettendheid wordt verwacht? In dit verband springen de onderscheiden posities van de particuliere belegger in een onderhandse dan wel een publieke emissie in het oog.

Een publieke emissie – waaronder ik in dit verband versta een emissie aan het beleggend publiek in den brede – kenmerkt zich door het uitbrengen van een verplicht, door de AFM goed te keuren prospectus ex art. 5:2 Wft. Dit prospectus moet voldoen aan de vereisten van de Prospectusverordening, waardoor een zekere mate van volledigheid wordt nagestreefd. De particuliere belegger mag erop vertrouwen dat dit ook gebeurt. Naast de Richtlijn OHP is het regime van de Prospectusrichtlijn van toepassing, waarvan de considerans uitdrukkelijk bepaalt dat bescherming van de particuliere belegger een van de hoofddoelstellingen is. De Prospectusrichtlijn legt een hoge mate van verantwoordelijkheid bij de uitgevende instelling en de lead manager. Ter bevordering van de norm-synergie is doorwerking van dit principe in het eigen schuld begrip wenselijk. De inkleuring daarvan dient de mate van verantwoordelijkheid die de publiekrechtelijke norm op beide partijen legt te weerspiegelen.¹⁰⁵ Eigen schuld van de particuliere belegger zal dan ook in een publieke emissie niet snel mogen worden aangenomen. Dit sluit aan bij de praktische onmogelijkheid voor de particuliere belegger om zich in een publieke emissie nader te informeren. Hij heeft in dat geval geen rechtstreeks contact met de uitgevende instelling of de lead manager, maar slechts met de eigen commissionair bij wie hij op de uit te geven effecten inschrijft. Professionele beleggers, die in het kader van de road show veelal één-op-één contacten met de uitgevende instelling en de lead manager onderhouden, hebben wel de mogelijkheid om vragen te stellen en zonodig nadere toelichting te vragen.¹⁰⁶ Laten zij dit na terwijl het prospectus hiertoe goede redenen bood, dan kan een beroep op eigen schuld mijns inziens niet worden uitgesloten.

Anders is de positie van de particuliere belegger in een onderhandse emissie, die doorgaans plaatsvindt in kleinere kring. De belegger heeft dan vaak individueel contact met de uitgevende instelling of diens financieel adviseur en heeft daardoor de mogelijkheid vragen te stellen en zich nader te laten informeren. De uitgevende instelling en diens adviseur brengen een informatiebrochure of *private placement memorandum* uit. Dit document is aanzienlijk beknopter dan het

¹⁰⁵ Zie par. 4.2 en Scheltema & Scheltema 2009, p. 79-80: 'De publieke norm kleurt (...) het eigen schuld begrip in'.

¹⁰⁶ Zie hierboven par. 3.2.2.6 en par. 15.3.5. Wanneer dergelijke vragen niet slechts leiden tot toelichting, maar uitmonden in het verstrekken van *aanvullende* informatie door de uitgevende instelling, moet deze alsnog in het (aanvullend) prospectus worden opgenomen ex art. 5:20 lid 3 Wft.

verplichte, door de AFM goed te keuren prospectus van art. 5:2 Wft. De plaatsing is van de prospectusplicht van art. 5:2 Wft uitgezonderd, mits effecten worden aangeboden aan minder dan 150 (niet-gekwalificeerde) beleggers¹⁰⁷ dan wel uitsluitend in coupures of pakketten van tenminste € 100.000.¹⁰⁸ Met ingang van 1 januari 2012 moet op alle documentatie die betrekking heeft op dergelijke onderhandse plaatsingen de vermelding worden opgenomen dat geen goedgekeurd prospectus verkrijgbaar wordt gesteld en dat de plaatsing niet onder toezicht staat van de AFM. Daarbij moet een door de AFM vastgestelde standaardafbeelding worden afgedrukt.¹⁰⁹ Kortom, in een onderhandse plaatsing wordt de belegger aanzienlijk minder uitgebreid en buiten het prospectustoezicht van de AFM om geïnformeerd, wordt hij hierop uitdrukkelijk gewezen door middel van het wildwest-bordje en heeft hij doorgaans zelf de mogelijkheid zich nader te informeren. Op grond van dit alles mag naar mijn mening van de doorsnee belegger in een onderhandse emissie een hogere mate van oplettendheid en voorzichtigheid worden verwacht. Het betreft dan niet zozeer (financieel-)technische gegevens die een bepaald kennisniveau vereisen, maar bijv. wel evidente tegenstrijdigheden in de verstrekte informatie die ook voor een belegger zonder bijzondere ervaring en expertise kenbaar zijn. Op dergelijke gegevens dient hij dóór te vragen. In bepaalde gevallen dient hij zich ter zake van de aanbieding te laten adviseren. Laat hij dergelijke voorzorgsmaatregelen na, dan handelt hij onvoorzichtig en kan sprake zijn van omstandigheden die naar verkeersopvattingen tot zijn eigen risicosfeer behoren. Eigen schuld aan de schade lijkt bij een onderhandse emissie dan ook eerder te kunnen worden aangenomen dan bij een publieke emissie.

10.10 Schadevergoeding

10.10.1 Schadebegrip

Meerdere omschrijvingen van het begrip schade doen in de literatuur de ronde. Hartkamp en Sieburgh knopen aan bij het spraakgebruik en omschrijven het wettelijke schadebegrip als het feitelijke nadeel dat voor iemand uit een gebeurtenis voortvloeit. Schade is in principe een feitelijk gegeven, dat juridische interpretatie behoeft. Daarmee is het schadebegrip van gemengd feitelijk-juridische aard. Hartkamp en Sieburgh constateren een onmiskenbare tendens in wetgeving en rechtspraak naar een meer normatief getint schadebegrip. In het bijzonder uit zich dit in het causaliteitscriterium van art. 6:98 BW, op grond waarvan een bepaalde schadepost al dan niet aan de aansprakelijk gestelde partij kan worden toegerekend. Toerekenen is bij uitstek een normatieve bezigheid.¹¹⁰

Lindenbergh omschrijft schade als een verslechtering of een vermindering ten opzichte van een bepaalde toestand, waarbij die vermindering aan een bepaald object (het vermogen of iets anders) wordt gerelateerd. Binnen deze ver-

107 Art. 5:3 lid 1(b) Wft.

108 Art. 5:3 lid 1 (c) en (d) Wft.

109 Art. 5:20 lid 5 Wft jo. art. 2:1 en Bijlage 1.1 Nrgfo Wft. Deze gestandaardiseerde vermelding en afbeelding, waarvan de invoering op nogal wat weerstand in de praktijk heeft gestuit, wordt wel het "wildwest"-bordje genoemd. Overigens is wél sprake van toezicht *achteraf* doordat de AFM uit hoofde van art. 8.8 Whc tegen de aanbiedende partijen in een onderhandse plaatsing de art. 6:193a-j BW (Wet OHP) kan handhaven.

110 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013, nrs. 13-15 met uitvoerige verwijzingen naar literatuur.

mogensvermindering zijn drie elementen te onderscheiden. Een causaal element, waarmee wordt bedoeld dat schade altijd het gevolg is van een bepaalde gebeurtenis; een vergelijkingselement in de zin dat de actuele situatie vergeleken moet worden met de toestand die zonder de schadetoebrengende gebeurtenis aan de orde was geweest; en een hypothetisch element, inhoudende dat de toestand waarmee vergeleken wordt niet werkelijk is ingetreden, maar hypothetisch is.¹¹¹

Met de genoemde drie elementen van het schadebegrip hangen enkele belangrijke uitgangspunten van het schadevergoedingsrecht samen. Een daarvan is het beginsel van volledige vergoeding van de werkelijk geleden schade. In het verlengde daarvan ligt, dat berekening van de *concrete* schade plaatsvindt. Dit houdt in dat de gelaedeerde zoveel mogelijk in de toestand moet worden gebracht waarin hij zou verkeren als de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid berust niet had plaatsgevonden. De werkelijke situatie, waarin de schade zich heeft gemanifesteerd, wordt dus vergeleken met een hypothetische situatie zonder schade. Het enkele feit dat gewerkt wordt met een hypothetische situatie houdt weliswaar een zekere abstrahering in, maar betekent nog niet dat het beginsel van concrete schadeberekening wordt ingewisseld voor een abstracte schadebegroting. De hypothetische situatie moet zo concreet mogelijk worden ingekleurd aan de hand van de omstandigheden van het concrete geval. Ook mogelijk te vergoeden toekomstige schade (bijvoorbeeld, in het geval van de belegger, het gederfde rendement van hypothetische beleggingen in andere effecten) moet zo nauwkeurig mogelijk worden ingeschat op basis van de te verwachten toekomstige gang van zaken (in het geval van de belegger: zijn hypothetische beleggingsgedrag).¹¹²

10.10.2 Toerekening van beleggingsschade ex art. 6:98 BW

Het causale element van het schadebegrip verwijst naar het vereiste dat de schade in csqn-verband met de betreffende gebeurtenis moet staan en tevens in zodanig verband, dat zij in redelijkheid aan de aangesprokene kan worden toegerekend (art. 6:98 BW). Bij deze toerekeningstoets gaat het om de vraag *of* een bepaalde schadepost moet worden vergoed en zo ja, *welk deel* daarvan. De toerekeningstoets is derhalve van belang voor zowel de vestiging als de omvang van de aansprakelijkheid voor een bepaalde schadepost. Het criterium van de redelijke toerekening behoeft invulling. Daarvoor geeft art. 6:98 BW zelf een tweetal factoren: de aard van de aansprakelijkheid en de aard van de schade. Hierboven zijn enkele andere deelregels vermeld die door jurisprudentie en literatuur zijn ontwikkeld.¹¹³ De vraag die zich nu voordoet is, welke van deze deelregels in het bijzonder van belang zijn voor de toerekening van schade geleden door beleggers als gevolg van misleidende prospectusinformatie.

De eerste factor die naar mijn mening in dit verband in het oog springt is de voorzienbaarheid van de schade. In zijn algemeenheid speelt deze in de praktijk

¹¹¹ Lindenbergh 2008, p. 50.

¹¹² Zie voor het voorgaande Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013, nrs. 31-46; Klaassen 2007, p. 5-9; Lindenbergh 2008, p. 16-19. Concrete schadeberekening houdt ook in, dat mogelijk door de gelaedeerde genoten voordelen met zijn schade verrekend moeten worden. Dit beginsel van voordeelsverrekening is neergelegd in art. 6:100 BW. De mogelijkheid dat de belegger naast de geleden schade ook voordeel heeft genoten laat ik verder buiten beschouwing.

¹¹³ Zie par. 10.2.

een belangrijke rol bij de toerekening van zuivere vermogensschade.¹¹⁴ Voorzienbare schade komt eerder voor vergoeding in aanmerking dan onvoorzienbare schade. *Klaassen* is voorstander van een zwaardere rol van de voorzienbaarheid in het kader van de toerekening ex art. 6:98 BW. Zij acht de vraag of de gevorderde schade redelijkerwijs te verwachten was een bruikbaar vertrekpunt bij de beantwoording van causaliteitsvragen. Het aannemen van een vergoedingsplicht ten aanzien van minder schade dan redelijkerwijs te verwachten was komt niet vaak voor en behoeft een reden.¹¹⁵ Specifiek in het kader van toerekening van schade geleden door beleggers kent ook De Jong veel gewicht toe aan de voorzienbaarheid van de schade.¹¹⁶ Van voorzienbaarheid moet worden onderscheiden de mate van verwijderdheid van de schade: staat deze in direct of in (zeer) indirect verband met de misleiding? Het betreft de lengte van de causale keten. De schadepost van de belegger die zich in de causale keten doorgaans als eerste aandient is het koersverlies dat hij lijdt op de effecten waarop de misleiding betrekking heeft. Deze schade staat in (tamelijk) direct verband met de misleiding. In verder verwijderd verband staat bijv. gederfde winst op alternatieve effecten waarin hij had belegd als hij van meet af aan van de misleiding op de hoogte was geweest.

Anderzijds kan worden gewezen op de aard van de aansprakelijkheid en de aard van de schade als factoren die contra-indicaties vormen voor (te) ruime toerekening van koersschade. Voor wat betreft de aard van de aansprakelijkheid wordt onder meer gekeken naar de beschermingspretentie van de geschonden norm. In deze gaat het om de norm die verplicht tot juiste en volledige informatieverstrekking aan beleggers. De norm beschermt tegen misleiding, niet tegen algemene beleggingsrisico's. Het betreft niet een verkeers- of veiligheidsnorm die beschermt tegen dood en letselschade. Bij elkaar genomen resulteert de aard van de norm niet in ruime toerekening.¹¹⁷ Voor wat betreft de aard van de schade gaat het bij beleggingsschade niet om de zaakschade of letselschade, maar om zuivere vermogensschade. Deze wordt eveneens minder snel toegerekend.¹¹⁸ Voorts wordt vermogensverlies eerder toegerekend dan gederfde winst.¹¹⁹

Een en ander afwegende ben ik, in navolging van *Klaassen* en *De Jong*, geneigd om bij toerekening van beleggingsschade het meeste gewicht toe te kennen aan het voorzienbaarheids criterium. Daarbij dienen de andere factoren echter niet uit het oog te worden verloren. Want hier geldt de door *Klaassen* voorgestane benadering, die eindigt met een caveat:

‘De factoren die in het kader van de TNR [toerekening naar redelijkheid; jpf] een rol kunnen spelen, kunnen soms tot tegengestelde gezichtspunten leiden. Indien zij in een concreet geval, tegen de achtergrond van alle aldaar relevante feiten, tezamen worden gezien, lijkt er veelal echter wel een soort ‘common sense’ boven te komen drijven. (...) Voorzichtigheid dient te wor-

114 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013, nr. 69. Tot in de jaren 1970 was de voorzienbaarheid overigens het overheersende criterium bij het aanleggen van causaal verband (leer van de adequate veroorzaking of adequatietheorie). Gaandeweg heeft de Hoge Raad het criterium vervangen door de leer der redelijke toerekening, die vervolgens is gecodificeerd in art. 6:98 BW. Binnen deze leer is de voorzienbaarheid een belangrijke factor gebleven. Zie voor een en ander Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013, nrs. 57-62 en 69.

115 *Klaassen* 2007, p. 45.

116 *De Jong* 2010, p. 54-55 en 187.

117 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013, nr. 65; *De Jong* 2010, p. 52 en 187-188.

118 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013, nr. 66; *De Jong* 2010, p. 53.

119 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013, nr. 66.

den betracht bij het 'loskoppelen' van factoren en het hieraan op zichzelf verbinden van gevolgen.¹²⁰

Over de vraag *of* vermogensverlies dat de belegger lijdt in de vorm van koersschade als min of meer direct gevolg van (het bekend worden van) de misleiding moet worden toegerekend zal weinig discussie ontstaan. De toerekeningscriteria worden belangrijker bij het bepalen van de *omvang* van de vergoedbare directe koersschade en bij de vraag of meer indirecte vormen van beleggingsschade voor vergoeding in aanmerking komen. Daarbij kan onder meer worden gedacht aan gedeelde winst op hypothetische alternatieve beleggingen. Hoe in concreto met de diverse vormen van schade dient te worden omgegaan, kan het beste inzichtelijk worden gemaakt in een casus met rekenvoorbeeld. Daarin voorziet de volgende paragraaf.

10.10.3 Concrete berekening van beleggingsschade: een casus

Casus

Bouwonderneming X NV biedt nieuw uitgegeven aandelen aan het publiek aan en laat deze noteren op de gereglementeerde markt van Euronext Amsterdam in het kader van een beursintroductie (ipo).¹²¹ X laat zich bijstaan door Y Bank als lead manager. De uitgiftekoers per aandeel bedraagt € 100. Beleggers A, B, C en D beleggen sinds drie jaar en hebben in die periode uitsluitend nog belegd in vastrentende obligaties met een rendement van rond de 5% op jaarbasis. Belegger E belegt al veel langer met zeer wisselend resultaat in aandelen, obligaties en opties. Beleggers A, B, C, D en E verwerven ieder één aandeel X NV in de primaire markttransactie.

Het door X NV en Y Bank uitgebrachte prospectus bevat twee misleidende passages: (1) in het curriculum vitae van de CEO van X NV wordt niet vermeld dat deze in het verleden als verantwoordelijke betrokken is geweest bij diverse grote faillissementen. Y Bank is hiervan op de hoogte. Door deze omissie is de introductiekoers met € 20 geïnfleerd; (2) in het hoofdstuk 'The Business' is het zeer recente vertrek van de grootste klant van X NV, die goed is voor 30% van de omzet, niet vermeld. Y Bank wist hier niet specifiek van, ondanks het feit dat zij een adequaat *due diligence* onderzoek op de klantenportefeuille heeft uitgevoerd. Y Bank heeft echter in de allerlaatste *due diligence update call*, de avond voorafgaand aan het drukken van het prospectus, niet nog een laatste keer specifiek navraag naar de klantenportefeuille gedaan. Door deze omissie is de introductiekoers met € 30 geïnfleerd. De totale kunstmatige inflatie bedraagt dus € 50 per aandeel.

Op de eerste dag na aanvang van de beurshandel daalt de koers van € 100 naar € 90 per aandeel. Deze koersdaling maakt deel uit van een algehele daling van de markt met 10% als gevolg van slecht macro-economisch nieuws. Belegger A besluit meteen zijn aandeel te verkopen voor € 90.

120 Klaassen 2007, p. 56.

121 In de casus wordt geabstraheerd van het feit dat de beurskoers in de eerste periode na een ipo nogal aan schommelingen onderhevig is, omdat de marktwerking nog onvolkomen is. Uitgangspunt is in de casus, dat zowel de werkelijke uitgiftekoers als de (lagere) hypothetische uitgiftekoers, die zonder de misleiding tot stand zou zijn gekomen, zich op een constant niveau bewegen. Zie hierover De Jong 2010, p. 143.

Op de tweede dag na aanvang van de handel worden de beide in het prospectus ontbrekende feiten tegelijkertijd via de media in de markt bekend. Nog dezelfde dag daalt de koers van het aandeel X NV van € 90 naar € 20. Kort na het inzetten van deze koersdaling wordt belegger B nerveus en verkoopt zijn aandeel voor € 70. Belegger C ziet het iets langer aan en verkoopt uiteindelijk zijn aandeel voor € 20.

Op de derde dag herstelt de koers zich 's ochtends gaandeweg tot een niveau van € 40. Belegger D besluit tegen deze prijs uit te stappen. In de middag maakt de overheid een groot aanbestedingsprogramma in de bouw bekend en stijgen alle koersen in de bouwsector met 25%. In dat verband stijgt de koers van het aandeel X NV van € 40 tot € 50. Tegen het eind van de beursdag verkoopt belegger E zijn aandeel X NV voor laatstgenoemd bedrag.

A, B, C, D en E initiëren ieder individueel een procedure tegen X NV en Y Bank tot vergoeding van hun schade. Ieder van hen stelt daarbij, dat hij door de betreffende passages in het prospectus is misleid en dat hij zonder deze misleiding het aandeel X NV niet had gekocht, maar de € 100 anders zou hebben belegd.¹²² De vraag is op vergoeding van welk schadebedrag elk van de beleggers als gevolg van de misleiding in het prospectus aanspraak kan maken. Voor een grafische weergave van de casus zie onderstaand schema.

Bespreking

In het onderstaande zal de positie van iedere individuele belegger apart worden besproken. Daarbij wordt van het volgende uitgegaan:

- (i) Zoals volgt uit de uiteenzetting in par. 10.10.1, houdt begroting van beleggingsschade in dat het vermogen van de belegger in de actuele situatie, waarin de schade zich heeft gemanifesteerd, wordt vergeleken met een hypothetische situatie zonder schade. De actuele situatie wordt in de grafiek weergegeven door de werkelijke koerslijn, de hypothetische situatie door de hypothetische koerslijn.
- (ii) De vermogensvergelijking zal moeten plaatsvinden per een bepaalde datum. Om de verschillende posities van de beleggers duidelijk te kunnen belichten, zal worden uitgegaan van de datum waarop zij het aandeel weer verkopen.¹²³

Belegger A verkoopt zijn aandeel nog vóór het bekend worden van de werkelijke toestand, maar nadat de markt een algehele daling van 10% heeft ondergaan. Hij realiseert een verkoopprijs van € 90. Wanneer hij van de misleiding had geweten had hij, in plaats van te beleggen in het aandeel X NV, de volle € 100 zoals gewoonlijk in vastrentende obligaties belegd. Daarop had hij een

122 Geaard wordt dus onder causale modaliteit nr. (1), (2) en/of (3), die er alle van uitgaan dat de misleidende mededelingen in het prospectus de beleggingsbeslissing van de belegger moeten hebben *beïnvloed* (zie par. 10.1). Dit causale criterium beschouw ik na het World Online arrest als geldend recht (zie par. 10.4). Modaliteit nr. (4), waarbij de belegger stelt dat hij zonder de misleiding de effecten *tegen een lagere marktprijs had gekocht*, laat ik daarom buiten beschouwing. Voor diverse andere rekenvoorbeelden, ook met toepassing van modaliteit nr. (4), verwijs ik naar De Jong 2010, p. 119-154. Daar maakt hij onderscheid tussen schade als gevolg van (i) aankoop na een misleidend positieve voorstelling van zaken en (ii) verkoop na een misleidend negatieve voorstelling van zaken. Bij prospectusaansprakelijkheid zal doorgaans (i) aan de orde zijn, reden waarom de casus in deze paragraaf op die situatie betrekking heeft.

123 Volgens de terminologie van De Jong 2010, p. 137 wordt hiermee aansluiting gezocht bij de actuele datum als peildatum. De Jong betoogt dat 'er ook iets voor te zeggen valt' om het moment waarop de werkelijke toestand van de vennootschap bekend wordt als peildatum te nemen. Het voordeel van die benadering is, dat gebeurtenissen/waardefluctuaties tussen bekendwording van de werkelijke toestand en de actuele datum niet juridisch hoeven te worden geduid in het kader van de schadeberekening. Overigens is De Jong in zijn benadering niet geheel consistent door elders (p. 175) een duidelijke voorkeur voor het tijdstip van bekendwording van de waarheid als peildatum uit te spreken.

rendement van 5% gemaakt, waardoor de waarde van zijn belegging € 105 zou bedragen (t.b.v. het rekenvoorbeeld wordt geabstraheerd van het feit dat het aangroeien van dit rendement een jaar duurt). Op basis van vergelijking van de werkelijke situatie met de hypothetische situatie bedraagt zijn nadeel derhalve € 105 – € 90 = € 15, waarvan € 10 bestaat uit koersverlies en € 5 uit gedeelde winst. Het is kwetsief of dit nadeel in csqn-verband staat met de misleiding. De verkoop van het aandeel voor € 90 berust op een nieuwe beleggingsbeslissing van A. Deze verkoopbeslissing staat geheel los van (het bekend worden van) de misleiding en is (waarschijnlijk) ingegeven door de algehele daling van de markt met 10% die kort tevoren had plaatsgevonden. Verdedigbaar is dat door deze nieuwe beleggingsbeslissing het csqn-verband tussen de eerdere misleiding en latere waardefluctuaties wordt verbroken. Indien toch csqn-verband zou worden aangenomen, kan het door A geleden nadeel redelijkerwijs niet volledig ex art. 6:98 BW aan de uitgevende instelling en de lead manager worden toegerekend. Het koersverlies van € 10 hangt samen met een marktdaling. Deze valt onder het algemene beleggingsrisico (subcriterium 'aard van de schade'), waartegen de misleidingsnorm niet beschermt en dat daarom voor rekening van de belegger moet blijven.¹²⁴ De winstderving van € 5 is mogelijk wel toerekenbaar.

Belegger B verkoopt zijn aandeel naar aanleiding van het bekend worden van de misleiding voor € 70, kort nadat de daarmee samenhangende koersdaling heeft ingezet. Ook hij zou bij bekendheid met de misleiding de € 100 in 5% rentende obligaties hebben belegd en in dat geval een belegging met een waarde van € 105 bezitten. Op basis van vergelijking van de werkelijke situatie met de hypothetische situatie bedraagt zijn nadeel derhalve € 105 – € 70 = € 35, waarvan € 30 bestaat uit koersverlies en € 5 uit gedeelde winst. Het nadeel van € 35 staat in csqn-verband met de misleiding. De verkoopbeslissing, die is ingegeven door het bekend worden van de misleiding, verbreekt het csqn-verband niet. Van het door B geleden nadeel is € 10 te wijten aan een marktdaling, zodat dit bedrag niet ex art. 6:98 BW aan de uitgevende instelling en de lead manager kan worden toegerekend (zie belegger A). De resterende € 25 kan wel worden toegerekend en vormt vergoedbare beleggingsschade.

Belegger C ziet het iets langer aan en verkoopt zijn aandeel na het bekend worden van de misleiding op het dieptepunt van de markt voor € 20. Vermogensvergelijking leidt in zijn geval tot een geleden nadeel van € 105 – € 20 = € 85. Dit nadeel, dat in csqn-verband met de misleiding staat, bestaat voor € 10 uit de aanvankelijke marktdaling, voor € 50 uit kunstmatige inflatie, voor € 20 uit een overreactie van de markt en voor € 5 uit gedeeld rendement op alternatieve belegging in obligaties. Toepassing van art. 6:98 BW leidt tot toerekening van de kunstmatige inflatie van € 50 en de rendementsderving van € 5 (subcriterium 'voorzienbaarheid') als vergoedbare schade. De post van € 10 valt onder algemeen beleggingsrisico, dat – evenals bij beleggers A en B – niet toerekenbaar is. Resterende de vraag of de post van € 20, als extra schade in verband met een overreactie van de markt op het bekend worden van de misleiding, toerekenbaar is. Met De Jong zou ik deze vraag bevestigend willen beantwoorden. Een overreactie van de markt, uitmondend in verkoop door de belegger tegen een 'paniekprijs', is een gevolg dat redelijkerwijs voorzienbaar

124 Zie ook De Jong 2010, p. 189.

is in geval van (het bekend worden van) misleiding. Deze verkoop staat in het teken van beperking van verdere schade. Van eigen schuld van de belegger is in dat geval geen sprake.¹²⁵

Belegger D verkoopt zijn aandeel nadat de koers zich heeft hersteld tot € 40. In feite is de koers daarmee op het reële niveau beland, nu zowel de kunstmatige inflatie als de overreactie zijn uitgewerkt. Belegger D lijdt nadeel ten bedrage van € 105 – € 40 = € 65, bestaande uit € 10 markt-daling, € 50 kunstmatige inflatie en € 5 gederfd rendement op alternatieve belegging van de oorspronkelijke € 100 in obligaties. De beide laatstgenoemde posten van in totaal € 55 staan in csqn-verband met de misleiding en zijn ex art. 6:98 BW als vergoedbare schade toerekenbaar aan de uitgevende instelling en de lead manager (subcriterium ‘voorzienbaarheid’). De post van € 10 is niet toerekenbaar (zie belegger A).

Belegger E houdt zijn aandeel nog iets langer aan en ziet de koers ervan stijgen tot € 50 in verband met gunstig sectorgerelateerd nieuws. Hij lijdt aanvankelijk hetzelfde nadeel als belegger D en zou uit dien hoofde eveneens aanspraak kunnen maken op schadevergoeding van € 55. Tegelijkertijd heeft hij een voordeel van € 10 door de latere waardeestijging van het aandeel. De Jong verdedigt dat het in een dergelijk geval ‘niet evident’ is dat de waardeestijging in mindering moet worden gebracht op de te vergoeden schade. De waardeestijging komt namelijk tot stand nadat de belegger, wanneer eenmaal de (koers)effecten van de misleiding zijn uitgewerkt, een nieuwe beleggingsbeslissing heeft genomen, i.e. de beslissing om het aandeel aan te houden. Deze beleggingsbeslissing, en dus ook de waardeestijging, staat geheel los van de eerdere misleiding.¹²⁶ De benadering van De Jong staat mijns inziens op gespannen voet met het beginsel van concrete schadeberekening. Bij beleggingsschade schrijft dit beginsel voor dat de belegger in de toestand moet worden gebracht waarin hij zou verkeren als geen sprake was geweest van misleiding. De schade wordt berekend, rekening houdend met alle omstandigheden van het geval.¹²⁷ Een van die omstandigheden is de latere waardeestijging.¹²⁸

10.11 Invloed van het Europese Unierecht

Zoals al eerder werd geconstateerd heeft de Hoge Raad, op het spoor gezet door A-G Timmerman, in het World Online-arrest belangrijke overwegingen ten overvloede gewijd aan het causale verband tussen de misleiding en het aangaan van de transactie door de belegger. In dat kader is overwogen, dat als uitgangspunt mag dienen dat tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing csqn-verband aanwezig is.¹²⁹ De uitgevende instelling en de lead manager hebben vervolgens

125 Zie De Jong 2010, p. 191 en 224 met verwijzing naar Hof Amsterdam 27 mei 1993, NJ 1993, 682 (Coop), r.o. 5.16. Deze gedachtegang sluit aan bij HR 3 februari 1927, NJ 1927, p. 636 m.nt. E.M. Meijers (Anton Jurgens Vereenigde Fabrieken), waarin schade door verkoop tijdens een tijdelijke daling van de beurskoers als rechtstreeks en onmiddellijk gevolg van misleidende berichtgeving wordt gekwalificeerd.

126 De Jong 2010, p. 178.

127 Zie hierboven par. 10.10.1, (tekst bij) noot 112.

128 Voor het geval deze niet op grond van – het door de Hoge Raad eng geïnterpreteerde – art. 6:100 BW als genoten voordeel kan worden verrekend, geeft De Jong (p. 58) overigens zelf aan dat verrekening mogelijk op andere dogmatische gronden kan plaatsvinden. Hij noemt als mogelijkheden een beperkte toerekening ex art. 6:98 BW en beperkte bescherming van de belegger op grond van de relativiteitsleer.

129 HR 27 november 2009, NJ 2010, 201 m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43 m.nt. K. Frielink (World Online), r.o. 4.11.2.

de gelegenheid dit vermoeden door tegenbewijs te ontcrachten. Een belangrijke reden voor de Hoge Raad om de bewijslast van de belegger ten aanzien van het causale verband op deze wijze te verlichten, is het beginsel van effectieve rechtsbescherming vastgelegd in art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn 2003/71. Op basis van dit beginsel moeten beleggers de verantwoordelijken voor een prospectus in geval van misleiding aansprakelijk kunnen stellen onder het nationale recht. Daaruit vloeit voort dat bij een actie op grond van onrechtmatige daad het vereiste van causaal verband voor de belegger geen onoverkomelijke hindernis mag vormen.¹³⁰

De bescherming van de Prospectusrichtlijn beperkt zich tot beleggers in effecten die worden aangeboden aan het publiek dan wel worden toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt.¹³¹ Voor beleggers in overige effecten geldt art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn in beginsel niet. Betekent dit dat er geen of althans minder reden is om de bewijslast ten aanzien van het causale verband naar nationaal recht ook voor deze beleggers te verlichten? Lieveuse wijst in dit kader op art. 13 Richtlijn OHP, dat als volgt bepaalt:

Artikel 13 - Sancties

De lidstaten stellen sancties vast die van toepassing zijn op schendingen van de ter uitvoering van deze richtlijn vastgestelde nationale bepalingen en treffen alle maatregelen die nodig zijn voor de toepassing van deze sancties. Deze sancties moeten doeltreffend, evenredig en afschrikwekkend zijn.

De Richtlijn OHP – die voor alle effecten geldt – schrijft dus, anders dan de Prospectusrichtlijn, geen civielrechtelijke handhaving voor. Het staat de lidstaten vrij zelf het gewenste handavingsmechanisme (civielrechtelijk, strafrechtelijk of bestuursrechtelijk) te kiezen. Volgens Lieveuse betekent dit, dat er met een beroep op de Richtlijn OHP minder aanleiding lijkt te zijn dan bij de Prospectusrichtlijn om de belegger tegemoet te komen in zijn bewijspositie ten aanzien van het causale verband.¹³² Deze benadering lijkt mij niet de juiste. Nederland heeft gekozen voor zowel bestuursrechtelijke als civielrechtelijke handhaving van de Wet OHP. Het overkoepelende beginsel van nuttig effect (*effet utile*) dat voor iedere Europese richtlijn geldt,¹³³ betekent mijns inziens dat de gekozen handavingsmechanismen wel effectief moeten zijn. Voor effectiviteit van de civielrechtelijke handhaving is verlichting van de bewijspositie van de belegger op het punt van de causaliteit noodzakelijk. Het nuttig effect-beginsel lijkt te zijn geïncorporeerd in de laatste volzin van art. 13 Richtlijn OHP.

Daarnaast zijn er ook afgezien van de toepasselijke Europese richtlijnen redenen om de belegger in zijn bewijslast tegemoet te komen. De bewijspositie van de belegger is problematisch. In dat geval zijn er ook naar Nederlands procesrecht mogelijkheden om de bewijslast van de belegger te verlichten. In hoofdstuk 11 zal op die mogelijkheden dieper worden ingegaan.

¹³⁰ World Online arrest, r.o. 4.11.1 en 4.11.2.

¹³¹ Prospectusrichtlijn 2003/71, considerans (12) en art. 1 lid 1.

¹³² Lieveuse 2010, p. 83.

¹³³ Zie par. 4.3, (tekst bij) noot 19.

Concluderend kan worden opgemerkt dat ook voor beleggers in niet-beursgenoteerde en niet aan het publiek aangeboden effecten een verlichting van de bewijslast ten aanzien van het causaal verband mogelijk en passend is.

11.1 Inleiding

Ingevolge art. 150 Rv heeft de partij die zich beroept op rechtsgevolgen van door haar gestelde feiten of rechten de bewijslast daarvan, tenzij uit enige bijzondere regel of uit de eisen van de redelijkheid en billijkheid een andere bewijslastverdeling voortvloeit. Past men de hoofdregel van deze bepaling ongeclausuleerd toe op de actie van de belegger die op grond van een misleidend prospectus een onwenselijke beleggingsbeslissing heeft genomen, dan zou zowel de stelplicht als de bewijslast ten aanzien van de betreffende feiten ten volle op diens schoulers rusten. De belegger zou niet alleen gemotiveerd moeten stellen, maar ook moeten bewijzen dat de betreffende mededelingen in het prospectus materieel onjuist of onvolledig en daardoor misleidend zijn. In het kader van de bewijsvoering ten aanzien van causaal verband en schade zou hij moeten bewijzen dat en in welke mate het misleidende prospectus tot beleggingsschade aan zijn kant heeft geleid. Het is duidelijk dat een dergelijke ongeclausuleerde toepassing van de hoofdregel de belegger in aanzienlijke bewijsnood zou brengen. De belegger beschikt doorgaans niet over enige – niet-openbare – informatie die aan het prospectus ten grondslag ligt. Informatie die mogelijk wel in de openbaarheid is zal in veel gevallen voor hem te technisch of te gecompliceerd zijn om daarover in een procedure een zinvolle bewijsvoering te kunnen voeren.

De belegger wordt dan ook zowel door de wetgever als door de rechter in zijn potentiële bewijsnood tegemoet gekomen. In zijn hoedanigheid van consument dan wel bedrijfsmatig handelende koper op de effectenmarkt kan hij gebruik maken van de dubbele bewijslastomkering waarin de art. 6:193j en 6:195 BW voorzien. Deze betreft de onrechtmatigheid (misleiding) en de toerekenbaarheid als elementen van de onrechtmatige daad. De art. 6:193j en 6:195 BW kunnen worden beschouwd als bijzondere bewijsregels in de zin van art. 150 Rv.¹

In dit hoofdstuk wordt eerst de wettelijke bewijsregeling inzake misleiding (art. 6:193j en 6:195 lid 1 BW) behandeld (par. 11.2). De regeling zal worden belicht vanuit het Europese richtlijnenrecht (par. 11.2.1) en vanuit enkele algemene principes die deel uitmaken van het Nederlandse bewijsrecht (par. 11.2.2-

¹ In die zin ten aanzien van art. 6:193j BW uitdrukkelijk Kamerstukken I 2007-2008, 30 928, C, p. 1-2.

11.2.5). In par. 11.2.6 zal worden ingegaan op de betekenis van de art. 6:193j en 6:195 lid 1 BW in de praktijk. Zijn zij voor de belegger onmisbaar of biedt de billijkheidsuitzondering van art. 150 Rv eigenlijk al voldoende soelaas ter verlichting van zijn bewijspositie? Dit laatste standpunt wordt door enkele auteurs in de bredere consumentenrechtelijke context van art. 6:193j/195 BW ingenomen. In par. 11.3 wordt ingegaan op de bewijspositie van partijen ten aanzien van het toerekenbaarheidselement van de door de belegger gestelde onrechtmatige daad. Tenslotte worden in par. 11.4 de art. 6:193j en 6:195 BW met elkaar vergeleken. De bedrijfsmatig handelende belegger treft op zijn weg het criterium ‘inhoud en inkleding van een mededeling geheel of ten dele bepalen of doen bepalen’ door de uitgevende instelling en de lead manager. Dit criterium vormt het toegangsporaal tot de dubbele wettelijke bewijslastomkering van art. 6:195 lid 1 en 2 BW. De consument-belegger heeft in de context van art. 6:193j BW niet met deze (potentiële) hindernis te maken. De vraag is dan ook gerechtvaardigd of de bewijspositie van beide typen beleggers hierdoor sinds de invoering van de Wet OHP in 2008 uiteen is gaan lopen.

De bewijslast met betrekking tot het causale verband tussen de misleiding en de geleden beleggingschade wordt door de wet niet omgekeerd en blijft in beginsel op de schouders van de belegger rusten. In de bewijsnood die hieruit kan voortvloeien is de Hoge Raad de belegger tegemoet gekomen. De wijze waarop deze tegemoetkoming gestalte heeft gekregen in het World Online-arrest² is in extenso behandeld in par. 10.4. Aan het bewijs van causaal verband en schade zal in dit hoofdstuk dan ook geen verdere aandacht worden besteed.

11.2 Bewijs van misleiding

11.2.1 *Art. 6:193j/195 lid 1 BW en het Europese richtlijnenrecht*

De regeling van art. 6:195 lid 1 BW, waarvan de voorloper is ingevoerd in 1980, is gefundeerd in Richtlijn 84/450. Art. 6 van die Richtlijn³ bepaalt dat de rechter de *bevoegdheid* moet krijgen om de bewijslast ten aanzien van de materiële juistheid van de feitelijke gegevens vervat in een (reclame)mededeling op de (gedaagde) adverteerder te leggen indien dat, ‘met inachtneming van de rechtmatige belangen van de adverteerder en van elke andere partij bij de procedure (...) passend lijkt, gelet op de omstandigheden van het betrokken geval’. Wanneer de adverteerder het bewijs niet kan aandragen, mag de rechter de feitelijke gegevens als onjuist beschouwen. Art. 12 Richtlijn OHP, in 2008 geïmplementeerd in art. 6:193j lid 1 BW, bevat een nagenoeg gelijkkluidende bepaling ten aanzien van ‘de juistheid van feitelijke beweringen in verband met een handelspraktijk’. In dat geval wordt de bewijslast op de (gedaagde) handelaar gelegd.

Het valt op dat de Nederlandstalige versie van art. 12 Richtlijn OHP slechts spreekt van omkering van de bewijslast ten aanzien van de *juistheid* van feitelijke

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

3 Art. 7 Consolidatierichtlijn 2006/114.

beweringen in verband met een handelspraktijk.⁴ Dit heeft Verkade doen opmerken dat de Richtlijn OHP geen grondslag biedt voor een bewijslastomkering ten aanzien van de *volledigheid* van informatie. Door in art. 6:193j lid 1 BW de bewijslast inzake volledigheid toch om te keren zou de Nederlandse wetgever een stap verder zijn gegaan dan het niveau van maximumharmonisatie van de Richtlijn.⁵ Anders dan Verkade betoogt, geeft art. 12 Richtlijn OHP mijns inziens geen aanleiding voor een bewijstechnisch uiteenlopende benadering van juistheids- en volledigheidaspecten. De Engelse tekst bezigt het bredere begrip ‘accuracy’ (Van Dale: ‘nauwkeurigheid’), dat m.i. ook volledigheidaspecten behelst. Daarnaast maakt art. 12 Richtlijn OHP door te verwijzen naar art. 11 – dat de bestrijding van *alle* oneerlijke handelspraktijken, inclusief misleidende omissies, betreft – duidelijk dat de bewijslastomkering mede betrekking heeft op oneerlijke handelspraktijken bestaande uit onvolledige mededelingen. Anders dan Verkade zou ik dan ook menen dat de Richtlijn OHP wel degelijk een basis biedt voor omkering van de bewijslast ten aanzien van de volledigheid van informatie, zoals deze op nationaal niveau dan ook in art. 6:193j lid 1 BW is geïmplementeerd. Dat ook de wetgever het zo ziet, blijkt uit de parlementaire geschiedenis.⁶ In de praktijk van de bewijslevering zal een onderscheid tussen juistheids- en volledigheidaspecten van een mededeling in veel gevallen gekunsteld zijn. Wanneer een prospectus de mededeling bevat dat de uitgevende instelling in een ver gevorderd stadium van onderhandeling is over de acquisitie van onderneming Y, terwijl een letter of intent nog niet in zicht is en de uitgevende instelling bereid is een extreem hoge koopprijs te betalen, is deze mededeling zowel onjuist (het stadium van onderhandeling is niet ‘ver gevorderd’) als onvolledig (de timing en de contractuele voorwaarden van de voorgenomen acquisitie, waaronder de koopprijs die de uitgevende instelling bereid is te betalen, ontbreken). Het processuele debat omtrent volledigheid is in dit voorbeeld niet minder feitelijk en leent zich evenzeer voor bewijslastomkering als het debat over de juistheid van deze mededeling.

De Nederlandse wetgever lijkt op het eerste gezicht verder te zijn gegaan dan de beide richtlijnen door in art. 6:193j/195 lid 1 BW aan de rechter niet slechts de *bevoegdheid* tot bewijslastomkering te verlenen, maar door haar als *regel* in de wet op te nemen. De belegger hoeft slechts gemotiveerd te stellen dat de aan hem verstrekte informatie onjuist of onvolledig is. De bewijslast van het tegendeel rust vervolgens op de uitgevende instelling en de lead manager.⁷ Wel eindigde art. 6:195 lid 1 BW aanvankelijk met de nuancering: ‘behoudens voor zover deze bewijslastverdeling onredelijk is’. Deze zinsnede is bij wetwijziging van 2002⁸ komen te vervallen, omdat met de redelijkheidscorrectie van art. 150 Rv hetzelfde resultaat kan worden bereikt. In de parlementaire geschiedenis wordt daarover opgemerkt:

4 De parallelbepaling van art. 6 Richtlijn 84/450 beperkt zich eveneens tot de juistheid van feitelijke beweringen in verband met een handelspraktijk.

5 Verkade 2016, p. 54-55, waar hij – m.i. niet overtuigend – verdedigt dat de Richtlijn OHP ter zake van het bewijs van volledigheidaspecten mogelijk geen maximum harmonisatie zou nastreven.

6 Kamerstukken II 2006-2007, 30 928, nr. 8, p. 19.

7 Aldus in het kader van de Wet OHP uitdrukkelijk Kamerstukken II 2006-2007, 30 928, nr. 8, p. 19.

8 Wet van 28 maart 2002 die ter uitvoering van Richtlijn 97/55 de regeling van vergelijkende reclame introduceert (Stb. 2002, 187).

‘Dat de bewijslastverdeling niet onredelijk mag zijn, volgt uit de algemene regels van het burgerlijk procesrecht en behoeft niet op deze plaats in dit artikel herhaald te worden. Om die reden zijn de woorden ‘behoudens voor zover deze bewijslastverdeling onredelijk is’ geschrapt.’⁹

Desondanks is een expliciete redelijkheidscorrectie teruggekeerd in de tekst van art. 6:193j lid 1 BW, dat in navolging van art. 12 Richtlijn OHP aan de bewijslastomkering de voorwaarde verbindt ‘als dat passend lijkt, gelet op de omstandigheden van het geval en met inachtneming van de rechtmatige belangen van de handelaar en van elke andere partij bij de procedure’. Dit geeft de rechter de nodige ruimte om de wettelijke bewijslastomkering geheel of gedeeltelijk terug te draaien. De mogelijkheid voor de rechter om op gronden van redelijkheid en billijkheid af te wijken van een bijzondere regel van bewijslastverdeling, zodat de hoofdregel ‘wie stelt bewijst’ van art. 150 Rv herleeft, wordt ook in zijn algemeenheid, buiten de context van art. 6:193j/195 BW, door rechtspraak en literatuur erkend.¹⁰

Een voorbeeld van een geval waarin er aanleiding kan zijn voor de rechter om de wettelijke bewijslastomkering op redelijkheidsgronden terug te draaien doet zich voor wanneer het de eiser er kennelijk om te doen is zijn wederpartij te dwingen bedrijfsgeheimen prijs te geven.¹¹ Dit zou zich kunnen voordoen in gevallen waarin een onderneming uit strategische overwegingen in branchegenoten belegt en hen langs deze weg vertrouwelijke bedrijfsinformatie tracht te ontfuselen. Wanneer de belegger volstaat met te stellen dat hij een mededeling misleidend acht zonder dit op enige wijze nader te adstrueren, zal de rechter de uitgevende instelling niet met bewijs belasten voordat de belegger zijn stellingen alsnog deugdelijk motiveert.¹²

De bewijslastomkering van art. 6:193j/195 BW wordt in de praktijk door de belegger gezien als een aanzienlijke versterking van zijn processuele positie ten opzichte van een mogelijke actie ex art. 6:162 BW, waarop de gewone bewijsregels van toepassing zijn. In par. 11.2.6 van dit hoofdstuk zal worden betoogd dat dit gezichtspunt dient te worden gerelativeerd.

11.2.2 *Stellen en weerspreken*

Conform de objectiefrechtelijke theorie, die het Nederlandse bewijsrecht sterk heeft beïnvloed, heeft de partij die een beroep doet op het rechtsgevolg van een bepaalde – tot het objectieve recht behorende – norm stelplicht ten aanzien van de feiten waarvan die norm uitgaat en die derhalve tot dat rechtsgevolg leiden.¹³ In geval van een actie van een belegger tegen de lead manager en/of de uitgeven-

9 Kamerstukken II 2001-2002, 27 619, nr. 5, p. 5.

10 Zie Thoe Schwarzenberg 2011, p. 89 met verwijzing naar HR 29 juni 2001, NJ 2001, 476 m.nt. P.A. Stein (Industriemontaza/Banfic). Stein neemt in zijn noot aan dat het omstandigheden moet betreffen die in het domein van de eiser (in casu een werknemer) liggen, i.e. gegevens waartoe eiser wel en gedaagde geen toegang heeft. Prospectusgerelateerde informatie waartoe de particuliere belegger wel en de uitgevende instelling geen toegang heeft is eigenlijk niet denkbaar. Voor bepaalde gekwalificeerde beleggers is denkbaar dat dit met betrekking tot specifieke categorieën informatie (bijv. marktinformatie) anders kan liggen.

11 Aldus het Economisch en Sociaal Comité van de EG in zijn advies van 5 april 1979 bij de ontwerp-richtlijn (PbEG 1979 C 171/43 sub 2.8.5). In dezelfde zin Kamerstukken II 1978-1979, 13 611, nr. 6, p. 14.

12 Kamerstukken II 1978-1979, 13 611, nr. 6, p. 14. Zie verder par. 11.2.2.

13 Asser Procesrecht 3 2013, nr. 279-282. Zie voor een meer praktijkgerichte behandeling van de stelplicht Thoe Schwarzenberg 2011, p. 24-29.

de instelling op basis van art. 6:193a/194 BW betekent dit, dat de belegger dient te stellen dat door gedaagden in het kader van een aanbieding van effecten een prospectus is uitgebracht dat materieel onjuiste of onvolledige, en daardoor misleidende mededelingen bevat. De stelplicht verschuift niet ten gevolge van de bewijslastomkering van art. 6:193j/195 BW.¹⁴ De belegger dient zijn stellingen te motiveren, dat wil zeggen hij dient met een zekere mate van specificiteit duidelijk te maken welke feitelijke mededelingen onjuist en/of onvolledig zijn, waaruit deze onjuistheid en/of onvolledigheid bestaat en waarom deze misleidend is.¹⁵ Laat de belegger dit na, dan kan de rechter, alvorens de uitgevende instelling en de lead manager met het bewijs te belasten, eisen dat de belegger zijn stellingen alsnog motiveert. De parlementaire geschiedenis kwalificeert dit als een *afwijking* van de wettelijke bewijslastomkering.¹⁶ Zuiverder is het mijns inziens om te spreken van een *uitstel* van bewijslevering totdat de belegger aan zijn stelplicht heeft voldaan. Blijven de stellingen van de belegger onvoldoende gemotiveerd, dan dient hij in het geheel niet tot bewijs te worden toegelaten en ligt de vordering in beginsel voor afwijzing gereed. Bewijslastverdeling komt in dat geval niet aan de orde.¹⁷

Het is aan de uitgevende instelling en de lead manager als gedaagden om de door de belegger gestelde feiten te betwisten. Deze betwisting dient voldoende gemotiveerd en steekhoudend te zijn. Dit laatste houdt in dat hetgeen naar voren wordt gebracht de feitelijke of juridische onderbouwing van de vordering raakt. Hoe gespecificeerder de stellingen van eiser, des te gespecificeerder deze moeten worden betwist. Een betwisting moet beter worden gemotiveerd naarmate de betreffende partij meer van de zaak afweet.¹⁸ Laatstgenoemd principe is van bijzonder belang in procedures over prospectusaansprakelijkheid, aangezien de uitgevende instelling en de lead manager per definitie een veel grotere kennis van de aan het prospectus ten grondslag liggende feiten hebben dan de (particuliere) belegger. Uitgevende instelling en lead manager zullen hun verweer dan ook met de nodige feiten moeten onderbouwen. Onvoldoende betwisting heeft tot gevolg dat de uitgevende instelling en de lead manager niet tot bewijs worden toegelaten en dat de vordering van de belegger voor toewijzing gereed ligt. Is sprake van voldoende gemotiveerde betwisting van de stellingen van de belegger, dan dient de bewijslast ten aanzien van juistheid en volledigheid van het prospectus vervol-

14 In die zin ook Giesen 2001, p. 101 en p. 391.

15 Zie ook Blom 1996, p. 163-164 met verwijzing naar de uitspraak van de rechtbank inzake Coop. De Vereniging van obligatiehouders had bij conclusie van eis niet aan haar stelplicht voldaan. Later in de rechtbankprocedure is dit gerepareerd. Voor de omvang van de stelplicht zie het Coop arrest van de Hoge Raad, r.o. 4.2.

16 Zie voor misleidende reclame Kamerstukken II 1978-1979, 13 611, nr. 6, p. 14.

17 Vergelijk Thoe Schwartzenberg 2011, p. 29. Illustratief is in dit kader de procedure die is gevoerd door de Stichting Via.Claim tegen (o.m.) MeesPierson/Fortis als listing agent bij de beursintroductie van Via Net.works Inc. op Euronext Amsterdam en NASDAQ in het jaar 2000. Het prospectus vermeldt niet de mogelijkheid van een (kleine) *free retention*, i.e. een pool van aandelen die niet meteen aan inschrijvers worden toegewezen, maar die de emissiebegeleiders vooralsnog onder zich houden. De Stichting stelt dat het prospectus daardoor misleidend is. Het Hof overweegt dat het prospectus weliswaar onvolledig, maar daarom nog niet meteen misleidend is, omdat niet duidelijk is waarom de ontbrekende informatie van wezenlijk belang zou zijn voor de beoordeling van het aandeel Via Net door beleggers. De Stichting heeft daaromtrent onvoldoende feiten gesteld. Daarom is er geen plaats voor bewijslevering en wordt het door de Stichting gedane bewijstaanbod gepasseerd. Zie Hof Amsterdam 7 oktober 2008, JOR 2009/12 m.nt. Hoff (Via Net), r.o. 4.10.1-4.10.3.

18 Zie voor een en ander Thoe Schwartzenberg 2011, p. 29-31. Huydecoper 2002, p. 214, spreekt van een verzwaaarde motiveringsplicht en ontwaart 'de vuistregel dat een procespartij die méér van de zaak weet dan hij de rechter bereid is te openbaren met een navenant wantrouwen mag worden bejegend.'

gens op basis van art. 6:193j/195 lid 1 BW op de uitgevende instelling en de lead manager te rusten.

11.2.3 *Bewijs van feiten en van (subjectieve) rechten; kwalificatie*

Het grensgebied tussen feit en recht is soms mistig.¹⁹ Bij het beantwoorden van de vragen die zich bij prospectusaansprakelijkheid in het kader van de diverse bestanddelen van onrechtmatige daad voordoen, zal telkens scherp moeten worden onderscheiden tussen feitelijke vragen en rechtsvragen. Laatstgenoemde brengen geen bewijsleveringslast, maar argumentatielast met zich en zijn toetsbaar in cassatie. Een voorbeeld van een rechtsvraag die zich, afhankelijk van de inkleding van de vordering, kan voordoen in het kader van prospectusaansprakelijkheid is de relativiteit van de geschonden norm. De gedaagde die daarop bij wijze van verweer een beroep doet moet *beargumenteren* dat de geschonden norm niet strekt ter bescherming van de schade zoals de eiser die heeft geleden. Bewijslevering is in dat geval niet aan de orde.²⁰

Gesteld kan worden dat de vraag van mogelijke onjuistheid of onvolledigheid van prospectusmededelingen van zuiver feitelijke aard is. Vastgesteld dient immers te worden (i) wat het prospectus feitelijk vermeldt en (ii) of deze vermelding de daarmee verband houdende feiten correct (juistheid) en in voldoende mate (volledigheid) weergeeft. Op die twee punten geldt de bewijslastomkering van art. 6:193j/195 lid 1 BW. Het oordeel van de feitenrechter over de vraag of het prospectus onjuiste of onvolledige mededelingen bevat is niet in cassatie toetsbaar. Over dit laatste laat A-G Timmerman in zijn conclusie bij het World Online-arrest van de Hoge Raad enige twijfel bestaan door te stellen dat de beantwoording door de feitenrechter van de vraag naar de juistheid en volledigheid van het prospectus in cassatie ‘slechts beperkt toetsbaar’ is. Hij verwijst daarvoor naar r.o. 4.2 van het Coop-arrest van de Hoge Raad.²¹ In die rechtsoverweging toetst de Hoge Raad echter slechts de *motivering* van het oordeel van het Hof dat eiseres aan haar *stelplicht* inzake het doen van onjuiste en onvolledige prospectusmededelingen door Coop heeft voldaan. Daarmee vindt nog geen (beperkte) toetsing door de cassatierechter plaats van de juist-/onvolledigheidsvraag zelf.

Wanneer eenmaal vaststaat dat sprake is van onjuiste of onvolledige mededelingen, dient vervolgens te worden vastgesteld of deze misleidend en daarmee onrechtmatig zijn in de zin van art. 6:193a/194 e.v. BW. De vraag of onjuiste of onvolledige mededelingen misleidend zijn, valt *niet* onder de bewijslastomkering van art. 6:193j/195 BW. Dit volgt uit de tekst van de regeling zelf en uit de parlementaire geschiedenis.²² In die zin uitdrukkelijk Verkade, die ten aanzien van de misleidingsvraag de ‘normale’ bewijsregels van toepassing acht. De marge van eigen rechterlijke interpretatie en appreciatie van het aangedragen bewijsmateriaal moet volgens Verkade bij misleidingskwesities groot worden geacht. Hij karakteriseert de vraag of een mededeling misleidend is dan ook als een vraag

19 Asser Procesrecht 3 2013, nr. 32.

20 Zie ook par. 8.1 met in noot 2 enkele verwijzingen naar literatuur.

21 Conclusie A-G Timmerman sub 4.7.2.7 bij HR 27 november 2009, NJ 2014, 201 m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43 m.nt. K. Frielink (World Online).

22 Kamerstukken II 1978-1979, 13 611, nr. 3, p. 10; Kamerstukken I 2007-2008, 30 928, nr. C, p. 1.

van rechterlijke waardering en vraagt zich af of daarbij nog sprake is van bewijslevering in stricte zin.²³

Naar mijn mening is de vraag of een (onjuiste of onvolledige) prospectusmededeling misleidend en daarmee onrechtmatig is, een kwalificatievraag. Kwalificatievragen kunnen voorwerp van bewijslevering zijn. De leer dat bewijs slechts betrekking kan hebben op zuivere (blote) feiten is reeds lang verlaten. Ook (subjectieve) rechten, rechtsverhoudingen en rechtstoestanden – waarbij het aankomt op kwalificatie – kunnen volgens de wetgever worden bewezen. Dit volgt uit het beginsel dat verankerd is in de art. 149-150 Rv, te weten dat zowel feiten als rechten voorwerp van bewijslevering kunnen zijn. De kwalificatie door de belegger van een bepaalde (onjuiste of onvolledige) prospectusmededeling als misleidend kan door de uitgevende instelling en de lead manager worden weersproken, doorgaans wegens gebrek aan materialiteit. In dat geval zal de bewijslevering van de belegger gericht zijn op bevestiging van zijn eigen kwalificatie door de rechter.²⁴

11.2.4 *Bewijslast, bewijsleveringslast en bewijsrisico*

Asser wijst erop dat de term bewijslast niet eenduidig is, maar twee ‘betekenislagen’ heeft, te weten bewijsleveringslast en bewijsrisico. Bewijsleveringslast duidt op de last die op een partij rust om in een proces, ten overstaan van de rechter, bewijs te leveren.²⁵ Onder bewijsrisico wordt verstaan het risico dat de gestelde feiten niet kunnen worden bewezen,²⁶ het risico dat wordt gelopen bij het onbewezen en onduidelijk blijven van de feiten.²⁷ Ook *Giesen* onderscheidt bewijsvoeringslast en bewijsrisico als twee aspecten van het begrip bewijslast.²⁸ Een partij die bewijslast heeft zal bepaalde feiten moeten bewijzen om het rechtsgevolg dat zij inroept te laten intreden (bewijsleveringslast) en draagt het – procesuele – risico van verlies van (een deel van) het geding wanneer zij daarin niet slaagt (bewijsrisico).²⁹ Aldus gaan bewijsleveringslast en bewijsrisico doorgaans hand in hand.

Dit laatste is ook het geval bij misleiding door een prospectus. Aangenomen moet worden dat de bewijslastomkering van art. 6:193j/195 lid 1 BW erin resulteert dat zowel de bewijsleveringslast als het bewijsrisico ten aanzien van de juistheid en volledigheid van prospectusmededelingen op de schouders van de uitgevende instelling en de lead manager als gedaagden komen te rusten.³⁰ Zij dienen bewijs aan te dragen voor de juistheid en volledigheid van de verstrekte informatie (bewijsleveringslast). Slagen zij niet in dit bewijs, dan dient de rechter uit te gaan van onjuistheid resp. onvolledigheid (bewijsrisico). Art. 12 Richtlijn OHP/6 Richtlijn MVR is op dit punt volstrekt duidelijk, door in de onderdelen (a) en (b) bewijsleveringslast en bewijsrisico uiteen te splitsen en expliciet op de

23 Zie voor e.e.a. Verkade 2016, p. 55, 56 en 58; Verkade 2011, p. 56.

24 Zie in bredere context, buiten prospectusaansprakelijkheid, Asser Procesrecht 3 2013, nr. 34.

25 Asser Procesrecht 3 2013, nr. 270.

26 Thoe Schwartzberg 2011, p. 59.

27 Asser Procesrecht 3 2013, nr. 275.

28 Giesen 2001, p. 12.

29 Asser Procesrecht 3 2013, nr. 283.

30 Thoe Schwartzberg 2011, p. 77-79, noemt art. 6:193j BW – en als ik haar goed begrijp ook art. 6:195 BW – als een voorbeeld van wettelijke bewijslastomkering, inclusief omkering van het bewijsrisico. Ook Giesen 2001, p. 387-388, gaat uit van omkering van het bewijsrisico.

schouder van de handelaar/adverteerder te leggen. De nationale implementatiebepaling van art. 6:193j/195 lid 1 BW is gecompliceerder en veegt bewijsleveringslast en bewijsrisico op één hoop door slechts te spreken van ‘bewijslast’. Dat neemt niet weg dat in het licht van de richtlijnbevestigingen – in de woorden van Asser – de twee ‘betekenislagen’ in het oog moeten worden gehouden.

11.2.5 *Bewijslastomkering, tegenbewijs en tegendeelbewijs*

De bewijslastomkering van art. 6:193j/195 lid 1 BW dient niet te worden verward met het leveren van *tegenbewijs*. Tegenbewijs is aan de orde in een ander type situatie, te weten wanneer door eiser reeds bewijs *is* aangedragen – dat in voorkomende gevallen tot een voorshands bewezenverklaring in een tussenvonnis kan hebben geleid – en gedaagden dit door bewijslevering van hun kant, veelal op basis van een bewijsopdracht van de rechter, trachten te ontzenuwen. Het bewijsrisico van de betreffende feiten rust in dat geval nog steeds op eiser.³¹ Bij acties uit hoofde van prospectusaansprakelijkheid blijft het bewijsrisico van de juistheid en volledigheid van de prospectusmededelingen als gevolg van de omkering van art. 6:193j/195 lid 1 BW niet bij de belegger, maar komt het op de uitgevende instelling en de lead manager als gedaagden te rusten. Veeleer is sprake van door hen te leveren *tegendeelbewijs* (i.e. bewijs van het tegendeel van de door de belegger gestelde onjuistheid en/of onvolledigheid van de prospectusinformatie), zulks in afwijking van de hoofdregel van art. 150 Rv Het leveren van tegendeelbewijs is doorgaans aan de orde bij bewijsrisico-omkering.³²

11.2.6 *Is art. 6:193j/195 lid 1 BW overbodig voor de belegger?*

Het praktische belang van de bewijslastomkering van art. 6:193j/195 lid 1 BW is door enkele auteurs in twijfel getrokken. Hartkamp en Sieburgh achten de regeling ‘op het eerste gezicht niet van groot belang’. Zij menen dat op basis van bijzondere regels van bewijsrecht of de eisen van redelijkheid en billijkheid – de beide uitzonderingen op de hoofdregel van art. 150 Rv – een zelfde resultaat kan worden bereikt.³³ Verkade is van mening dat aan de bewijslastomkering weinig behoefte meer lijkt te bestaan sinds de invoering in 1988 van art. 177 Rv – het huidige art. 150 Rv – in het kader van het nieuwe bewijsrecht.³⁴ Hij acht art. 6:193j/195 lid 1 BW ‘van enig belang in gevallen waarin het al dan niet misleidend karakter van de betrokken informatieverschaffing omstreden is’.³⁵ Giesen acht de regeling van art. 6:195 lid 1 BW ‘van groot belang voor het Nederlandse recht’, omdat het gaat om een gedeeltelijke (i.e. ten aanzien van de

31 Giesen 2001, p. 13, spreekt van ‘oneigenlijke bewijslastomkering’. In dat geval is slechts de bewijsleveringslast en niet het bewijsrisico verschoven. Dit is sinds het wijzen van HR 27 november 2009, NJ 2010, 201 m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43 m.nt. K. Frielink (World Online) in het kader van prospectusaansprakelijkheid aan de orde bij het leveren van het bewijs van causaal verband, zie par. 10.4.

32 Aldus Giesen 2001, p. 14. Zie over tegenbewijs en tegendeelbewijs in zijn algemeenheid Asser Procesrecht 3 2013, nr. 55 e.v. en nr. 266; Thoe Schwartzberg 2011, p. 196-202; Hugenholtz/Heemskerk 2009, p. 86. Asser, nr. 266, geeft er de voorkeur aan de term ‘tegendeelbewijs’ te vermijden, omdat deze niet aanduidt waarvan precies het tegendeel bewezen moet worden: (voorshands) vaststaande feiten of slechts door de wederpartij gestelde feiten? In het bovenstaande gebruik ik de term in laatstbedoelde zin.

33 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 320.

34 Verkade 1992, p. 26.

35 Verkade 1992, p. 69; Verkade 2016, p. 54; Verkade 2011, p. 54.

juistheid van de feiten) omkering van het bewijsrisico ten aanzien van de onrechtmatigheid in vergelijking met het systeem van art. 6:162 BW. Dat maakt de regeling interessant voor gedupeerden. Naar zijn mening is op basis van (het huidige) art. 150 Rv in theorie weliswaar hetzelfde resultaat te bereiken, maar betwijfeld moet worden of dit resultaat in de praktijk daadwerkelijk bereikt wordt. Het nut van art. 6:195 BW ligt naar de mening van Giesen in het feit dat buiten twijfel wordt gesteld dat de gedaagde het bewijsrisico draagt. De bevoegdheid van de rechter om op basis van (het huidige) art. 150 Rv bij wijze van uitzondering in dezelfde zin te beslissen, is door art. 6:195 BW een plicht geworden, in die zin dat de rechter nu slechts bij wijze van uitzondering anders zal kunnen beslissen. Dankzij art. 6:195 BW hoeft niet in elk nieuw geval gezocht te worden naar rechtvaardigingsgronden voor een bewijsrisico-omkering. Die afweging is al door de wetgever gemaakt.³⁶ Een betoog op gelijke gronden is te vinden in de parlementaire geschiedenis bij art. 6:193j BW.³⁷

De toegevoegde waarde van art. 6:193j/195 BW naast art. 150 Rv hangt, zoals Giesen terecht lijkt te constateren, nauw samen met de zekerheid of voorspelbaarheid waarmee de rechter – ook zonder de beschikking te hebben over art. 6:193j/195 BW – op grond van een bijzondere regel of op grond van de eisen van redelijkheid en billijkheid een uitzondering op de hoofdregel van art. 150 Rv zou maken, in dit geval ten faveure van de belegger die als eiser in een procedure tegen de uitgevende instelling en de lead manager optreedt. In hoeverre sprake is van een zekere voorspelbaarheid hangt af van de vraag of algemene factoren kunnen worden geïdentificeerd die bij een mogelijke omkering van het bewijsrisico een rol spelen. Giesen komt tot een selectie van zestien van dergelijke ‘onderwerp-overstijgende’ factoren.³⁸ Hij merkt daarbij overigens op, dat slechts in zeldzame gevallen één enkel argument voldoende zal zijn voor bewijsrisico-omkering.³⁹ Idealiter wordt omkering dus gebaseerd op meerdere factoren. Welke van de door Giesen genoemde factoren pleiten vóór omkering van het bewijsrisico ten gunste van de belegger die tegen de uitgevende instelling en de lead manager ageert op basis van prospectusaansprakelijkheid? Mijns inziens komen bij het stellen van die vraag de volgende vijf factoren in beeld.

a. De laedens ‘controleert’

Wanneer een gedraging of activiteit zich geheel afspeelt in het domein van de laedens en deze als enige de mogelijkheid tot controle of beheersing van die activiteit heeft, dient hij die mogelijkheid te benutten om schade te voorkomen. Doet de laedens dat niet, dan is hij verantwoordelijk voor de gevolgen. Het feit dat de wederpartij geen inzicht heeft in het proces voorafgaande aan de handeling of activiteit van de laedens (het ‘domein’ van de laedens blijft voor hem gesloten) verklaart waarom de sanctie op het terrein van het bewijsrisico wordt gezocht.

36 Giesen 2001, p. 387 en p. 390-391.

37 Kamerstukken I 2007-2008, 30 928, E, p. 1-2, waar van regeringszijde uitvoerig wordt toegelicht waarom art. 6:193j BW ten opzichte van art. 150 Rv niet als overbodig moet worden beschouwd. De essentie van dit betoog is, evenals bij Giesen, dat hiermee de bewijslastomkering door de wet zeker wordt gesteld.

38 De selectie van Giesen (zie hoofdstuk XII van zijn dissertatie) is gebaseerd op bewijsrechtelijke wetgeving en jurisprudentie van Nederland, Engeland, Duitsland en Frankrijk.

39 Giesen 2001, p. 409.

Immers, uitsluitend de laedens heeft inzicht in hetgeen zich binnen zijn domein afspeelt.⁴⁰

Giesen geeft aan dat deze factor een rol kan spelen op het terrein van misleidende reclame.⁴¹ In het geval van prospectusaansprakelijkheid geldt een en ander naar mijn mening in versterkte mate. Het prospectus is een gecompliceerd informatiedocument, dat buiten het zicht van de belegger wordt voorbereid in een proces waarbij meerdere deskundige partijen betrokken zijn. De voorbereiding van het prospectus speelt zich bij uitstek af binnen het domein van de uitgevende instelling en de lead manager, die daardoor meestal in een veel betere positie zijn om bewijs te leveren dan de belegger.

b. Verwezenlijking van de norm

De materiële norm die besloten ligt in art. 6:193a/194 BW – i.e. een verbod op misleidende verkoopgerelateerde mededelingen – moet kunnen worden verwezenlijkt. Het effect van die norm zou verloren gaan bij onverkorte handhaving van de hoofdregel van bewijsrisicoverdeling, waarbij het bewijsrisico in beginsel op de eisende partij rust. Aansprakelijkstellingen zouden in dat geval vrijwel nooit succesvol zijn. Daarom is een correctie nodig.⁴²

Behalve als een van de factoren die een rol spelen bij mogelijke bewijsrisico-omkering ziet Giesen verwezenlijking van de materiële norm ook als een algemeen principe, dat omschreven zou kunnen worden als het beginsel van effectieve rechtsbescherming of als het waarborgen van de effectiviteit van de norm. Het principe komt weliswaar regelmatig naar voren, maar heeft op enkele uitzonderingen na naar de mening van Giesen nooit de centrale plaats gekregen die het zou moeten hebben.⁴³ Het moet Giesen deugd doen dat twee jaar na het uitkomen van zijn dissertatie het beginsel van effectieve rechtsbescherming voor prospectusaansprakelijkheid op Europees niveau is gecodificeerd in art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn 2003/71:

Art. 6 lid 2 (eerste volzin):

De lidstaten dragen er zorg voor dat hun wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen inzake burgerrechtelijke aansprakelijkheid van toepassing zijn op de personen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus verstrekte informatie.

De Hoge Raad heeft in het World Online-arrest het argument van effectieve rechtsbescherming, met verwijzing naar art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn, gehanteerd bij het verlichten van de bewijslast van de belegger ten aanzien van het causale verband.⁴⁴

c. De informatieverdeling tussen partijen

Een ander argument voor het omkeren van het bewijsrisico kan zijn gelegen in het feit dat de informatie die nodig is om het handelen van de wederpartij te ve-

40 Zie voor een en ander Giesen 2001, p. 413-414 met verwijzing naar Duitsland, waar deze theorie bekend staat als het leerstuk van *Gefahrenbereich*.

41 Giesen 2001, p. 413.

42 Giesen 2001, p. 416.

43 Giesen 2001, p. 449-450.

44 HR 27 november 2009, NJ 2014, 201 m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43 m.nt. K. Frielink (World Online), r.o. 4.11.1 en 4.11.2.

rifiëren, niet beschikbaar is voor de eiser. De eiser kan niet beschikken over het voor bewijs benodigde materiaal en verkeert daardoor in bewijsnood. Giesen acht deze factor van belang in het geval van misleidende reclame, maar merkt tegelijkertijd op dat voorzichtigheid moet worden betracht bij het toekennen van al te veel gewicht aan deze factor. In het aansprakelijkheidsrecht is het immers regelmatig zo dat de ene partij feiten moet bewijzen die zich hebben afgespeeld bij de ander.⁴⁵

d. Gewekt vertrouwen

Wanneer iemand een bepaald vertrouwen heeft gewekt en dit later niet blijkt te kunnen waarmaken, is een situatie ontstaan die in principe tot aansprakelijkheid zou moeten kunnen leiden. Degene die het vertrouwen heeft gewekt draagt immers een zekere verantwoordelijkheid. Wanneer het materiële recht onvoldoende kan corrigeren, kan correctie via de bewijsrisicoverdeling plaatsvinden.⁴⁶

Giesen relativeert het belang van deze factor voor misleidende reclame. Hij heeft daarbij echter niet het oog op prospectusaansprakelijkheid. Voor dit onderwerp is de factor mijns inziens bij uitstek van belang, omdat het prospectus – anders dan doorsnee commerciële reclame – juist door zijn neutrale toon en het weglaten van superlatieven en andere vormen van overdrijving een groot vertrouwen beoogt uit te stralen naar de belegger.

e. Bewijsnood

De enkele bewijsnood van een procespartij is onvoldoende reden voor omkering van het bewijsrisico. Dit kan anders liggen in het geval van *structurele* bewijsnood, waarbij gedacht moet worden aan de situatie dat het bereiken van de maatschappelijk wenselijke beslissing (verwezenlijking van de norm) structureel niet te bereiken is ten gevolge van praktische problemen bij de bewijslevering. Giesen acht het structurele karakter van de bewijsnood aanwezig indien deze zich in de meerderheid van de gevallen die onder de norm zouden vallen voordoet. Bewijsnood in enkele individuele gevallen brengt de verwezenlijking van de norm niet in gevaar en dient niet tot bewijsrisico-omkering te leiden.⁴⁷

In het geval van prospectusaansprakelijkheid lijkt er veel voor te zeggen dat de belegger die de uitgevende instelling en de lead manager aanspreekt in structurele bewijsnood verkeert. Het structurele karakter van de bewijsnood wordt met name veroorzaakt door de informatieachterstand van de belegger en het gebrek aan enige invloed of controle aan zijn kant op het totstandkomingsproces van het prospectus. Aldus grijpen de factoren a, c en e in elkaar.

Maakt men op basis van het voorgaande de balans op, dan is de constatering gerechtvaardigd dat enkele belangrijke door Giesen genoemde wegingsfactoren in geval van aansprakelijkstelling wegens een misleidend prospectus in de richting wijzen van omkering van het bewijsrisico ten gunste van de belegger. Deze heeft geen controle op de voorbereidingsfase van het prospectus, die geheel in handen is van de uitgevende instelling en de lead manager, en heeft mede daardoor een

⁴⁵ Giesen 2001, p. 417-418.

⁴⁶ Giesen 2001, p. 418.

⁴⁷ Giesen 2001, p. 418-419 en p. 455-456. Giesen (p. 456, noot 57) stelt voor om, voor wat het waard is, voor 'de meerderheid van de gevallen' een percentage van tenminste 65% te hanteren.

aanzienlijke informatieachterstand opgelopen. Het gevolg van deze twee feitelijkeheden is per saldo, dat de belegger in veel gevallen in structurele bewijsnood zal verkeren. Het gevolg daarvan is weer dat de verwezenlijking van de anti-misleidingsnorm in gevaar komt. Een extra argument voor bewijsrisico-omkering is, dat het prospectus wordt gepresenteerd als objectief informatiedocument, waardoor het vertrouwen van de belegger en de verantwoordelijkheid van de uitgevende instelling en de lead manager toenemen. Bij een actie van de belegger tegen de uitgevende instelling en de lead manager op basis van een misleidend prospectus zijn er dus sterke argumenten voor de rechter om louter op grond van art. 150 Rv tot een omkering van het bewijsrisico te komen, ook indien art. 6:193j/195 lid 1 BW niet beschikbaar zou zijn.

Omkering van het bewijsrisico wordt beschouwd als de zwaarst mogelijke ingreep in de bewijslastverdeling. De positie van (in dit geval) de belegger wordt in aanzienlijke mate versterkt, zowel processueel als materieelrechtelijk, als gevolg van een effectievere rechtsbescherming. Er moet dan ook sprake zijn van een structurele onevenwichtigheid in de rechtsbescherming en een aanzienlijk belang bij herstel van het evenwicht, wil een zo ingrijpende wijziging van bewijsrisico gerechtvaardigd zijn.⁴⁸ In het geval van misleiding van beleggers door middel van een prospectus is naar mijn mening van een dergelijke rechtvaardiging sprake. Zulks temeer omdat het belang van effectieve rechtsbescherming met zoveel woorden is gecodificeerd in art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn.

De consument-belegger zal in de meeste gevallen niet in staat zijn om het misleidende karakter van prospectusmededelingen te bewijzen. Deze belegger heeft dan ook als eerste behoefte aan versterking van zijn bewijspositie. Gecomplieerder ligt het naar mijn mening waar het de positie van de gekwalificeerde of anderszins deskundige of ervaren belegger betreft. Zoals eerder is uiteengezet, verkeren deze typen beleggers ten aanzien van bepaalde categorieën van prospectusinformatie in een minder afhankelijke positie van de uitgevende instelling en de lead manager. Het betreft in het bijzonder de categorieën externe (openbare) feiten, evidente onjuistheden en omissies bij de vermelding van interne openbare feiten en inschattende of beoordelende (deels toekomstgerichte) mededelingen.⁴⁹ Deskundigheid en ervaring van de belegger maken dat informatie die binnen deze categorieën valt in veel gevallen voor hem verifieerbaar zal zijn. Bepaalde gekwalificeerde beleggers beschikken over een eigen onderzoeksapparaat en hebben in de voorbereidende fase tijdens de *road show* de mogelijkheid om vragen te stellen aan de uitgevende instelling en de lead manager.⁵⁰ Door dit alles kan het – voor de consument-belegger geldende – argument van informatieachterstand resulterend in structurele bewijsnood komen te vervallen. Wanneer een deskundige en ervaren belegger ageert naar aanleiding van misleidende informatie die tot een van de genoemde informatiecategorieën behoort, zal de rechter mijns inziens minder snel op basis van een bijzondere regel of billijkheids-overwegingen onder art. 150 Rv tot een bewijsrisico-omkering ten aanzien van het misleidende karakter van de betreffende mededelingen komen.

48 In die zin Asser Procesrecht 3 2013, nr. 294.

49 Zie de indeling van prospectusinformatie in par. 7.7, gevolgd door de posities die de consument-maatman en de deskundige, ervaren maatman ten aanzien van die categorieën innemen in par. 7.8.

50 Zie par. 3.2.2.8.

Het voorgaande leidt tot de wellicht enigszins onverwachte conclusie dat de bewijslastomkering van art. 6:193j/195 lid 1 BW vooral toegevoegde waarde lijkt te hebben voor de deskundige en ervaren belegger. Juist deze belegger loopt onder het regime van art. 150 Rv de kans om in bepaalde gevallen van bewijslastomkering verstoken te blijven. De consument-belegger zou, ook zonder art. 6:193j/195 lid 1 BW, in de meeste gevallen met flinke kans op succes aanspraak kunnen maken op bewijslastomkering op grond van een bijzondere regel of de eisen van redelijkheid en billijkheid van art. 150 Rv. Dit neemt niet weg dat art. 6:193j/195 lid 1 BW ook de consument-belegger wel een zekere mate van voordeel verschaft. Immers, het feit dat de uitgevende instelling en de lead manager als gedaagden het bewijsrisico dragen wordt buiten twijfel gesteld en is niet langer afhankelijk van een ad hoc afweging door de rechter.⁵¹

Tenslotte verdient opmerking dat aan de door Giesen geïventariseerde ‘onderwerp-overstijgende’ factoren bij omkering van het bewijsrisico, waarvan hierboven een vijftal is geselecteerd die van belang kunnen zijn voor de bewijslevering van misleiding door een prospectus, mogelijk een bredere betekenis kan worden toegekend bij acties van teleurgestelde beleggers. Het gaat dan om gevallen waarin de bewijslastomkering van art. 6:193j en/of 195 BW niet van toepassing is. Hierbij valt te denken aan acties van bedrijfsmatig handelende beleggers op basis van art. 6:194-195 BW tegen partijen die niet als (mede)bepalers van inhoud en inkleiding van het prospectus kunnen worden beschouwd, zoals bestuurders van de uitgevende instelling en listing agents.⁵² Daarnaast kan gedacht worden aan acties van beleggers tegen de uitgevende instelling zelf wegens het uitbrengen van misleidende informatie zonder verkoopbevorderend karakter. Het betreft dan geen gevallen van prospectusaansprakelijkheid, maar aansprakelijkheid voor mededelingen buiten het prospectus.⁵³

11.3 Bewijs van toerekenbaarheid

Naast lid 1 voorziet ook lid 2 van de art. 6:193j en 6:195 BW in een bewijslastomkering. Ten aanzien van de openbaarmaker respectievelijk de handelaar – in dit kader: de uitgevende instelling en de lead manager – die misleidende informatie heeft verstrekt en daarmee onrechtmatig heeft gehandeld geldt een presumpctie van toerekenbaarheid, tenzij hij het tegendeel bewijst. In een dergelijke bewijslastomkering ten aanzien van de toerekenbaarheid voorzien de beide onderliggende richtlijnen in het geheel niet. Dit is verklaarbaar, aangezien – zoals al eerder werd opgemerkt – implementatie als species van onrechtmatige daad vanuit de optiek van de richtlijngever niet noodzakelijkerwijs was aangewezen. Implementatie had bijv. ook kunnen plaatsvinden door middel van een publiek-rechtelijk verbod van misleidende reclame en oneerlijke handelspraktijken.⁵⁴ De entree van het toerekenbaarheidselement is een gevolg van de door de Neder-

51 In die zin ook Giesen, zie hierboven (tekst bij) noot 36. Maar Giesen's oordeel dat art. 6:195 lid 1 BW ‘van groot belang [is] voor het Nederlandse recht’ is in deze paragraaf voor prospectusaansprakelijkheid gerelativeerd.

52 Zie hierover nader hoofdstuk 13 en 14.

53 Daarover handelt hoofdstuk 12.

54 In dit kader is interessant dat art. 5 lid 1 Richtlijn OHP als een verbod is gestructureerd door kort en krachtig te bepalen: ‘Oneerlijke handelspraktijken zijn verboden’.

landse wetgever gekozen implementatietechniek. Vanuit dat licht bezien ben ik dan ook van mening dat de verlichting van de bewijspositie van de consument die voortvloeit uit de bewijslastomkering van art. 6:193j lid 2 BW niet strijdig is met het beginsel van maximum harmonisatie, ook al is zij niet in de Richtlijn OHP voorzien.⁵⁵

Al eerder werd uiteengezet dat de uitgevende instelling die misleidende mededelingen in een prospectus heeft gedaan zich doorgaans niet met een beroep op niet-toerekenbaarheid zal kunnen verweren.⁵⁶ De uitgevende instelling zal in beginsel geen feiten ter disculpactie kunnen aanvoeren en daardoor al een aanzienlijk probleem hebben bij het voldoen aan haar stelplicht. Bij gebreke van voldoende gemotiveerde stellingen zal in een procedure aan bewijslastverdeling en bewijslevering niet worden toegekomen. Anders ligt de kwestie ten aanzien van de lead manager. Deze heeft potentieel een belangrijk toerekenbaarheidsverweer in handen in de vorm van de due diligence defence.⁵⁷ Om dit verweer succesvol te kunnen voeren, dient de lead manager voldoende feiten te stellen waaruit blijkt dat hij een adequaat due diligence onderzoek naar de uitgevende instelling heeft verricht. Op grond van de art. 6:193j en 6:195 lid 2 BW draagt de lead manager van die feiten de bewijslast, inclusief het bewijsrisico.⁵⁸ De toegevoegde waarde van de art. 6:193j en 6:195 lid 2 BW voor de belegger zit hem dan ook met name in zijn bewijspositie ten opzichte van de lead manager. De bewijslastomkering van art. 6:193j lid 2 BW is een reden temeer voor de lead manager om een gedegen due diligence dossier op te bouwen, zodat hij in een mogelijke procedure in staat zal zijn om voldoende feiten te stellen en te bewijzen die erop duiden dat hij een behoorlijk onderzoek naar de uitgevende instelling heeft verricht.

Van Nispen beschouwt art. 6:193j lid 2 BW *niet* als een omkering van de bewijslast. Volgens hem wordt ‘algemeen aangenomen’ dat de verweerder die onrechtmatig heeft gehandeld moet bewijzen dat hem ter zake geen verwijt treft en dat de handeling ook niet anderszins voor zijn rekening komt. Ook zonder art. 6:193j lid 2 BW zou de bewijslast van toerekenbaarheid al bij de verweerder liggen.⁵⁹ Van Nispen doelt hier kennelijk op de procesrechtelijke praktijk dat, indien het onrechtmatig handelen vaststaat, de aanwezigheid van schuld veelal op voorhand wordt aangenomen. Het is dan aan de gedaagde om door het leveren van tegenbewijs dit vermoeden van schuld te ontzenuwen. Door het voorshands vermoeden van schuld verschuift de bewijsleveringslast naar gedaagde.⁶⁰ Van Nispen verliest naar mijn mening uit het oog dat art. 6:193j lid 2 BW niet alleen de bewijsleveringslast, maar ook het bewijsrisico omkeert. Zonder die bepaling zou, indien in de procedure niet duidelijk wordt of de lead manager (on)voldoende onderzoek heeft verricht, de toerekenbaarheid niet vast komen te staan en de vordering van de belegger moeten worden afgewezen. Door art. 6:193j lid 2 BW, dat het bewijsrisico omkeert ten gunste van de belegger, is diens vordering in een dergelijk geval toch voor toewijzing vatbaar.

55 Verkade 2016, p. 57, spreekt van de aan de lidstaten overgelaten regelingsruimte. Richtlijn 84/450 ging nog uit van minimum harmonisatie, zodat dit punt niet speelt ten aanzien van art. 6:195 lid 2 BW.

56 Zie par. 9.3.

57 Zie par. 9.4.

58 Zie voor bewijslast, bewijsleveringslast en bewijsrisico par. 11.2.4.

59 Groene Serie Onrechtmatige Daad, art. 6:193j BW, aantek. 3 (C.J.J.C. van Nispen).

60 Zie voor een weergave van deze praktijk Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 107. Daar wordt gesproken van het verschuiven van de ‘bewijsplicht’, waarmee de bewijsleveringslast lijkt te worden bedoeld.

11.4 Art. 6:193j vs art. 6:195 BW: een uiteenlopend resultaat?

De bedrijfsmatig handelende belegger kan pas van de dubbele bewijslastomkering van art. 6:195 lid 1 en 2 BW profiteren, wanneer de door hem aangesproken partij ‘de inhoud en inkleding van de mededeling geheel of ten dele (zelf) heeft bepaald of doen bepalen’. De consument-belegger heeft sinds inwerkingtreding van de Wet OHP op 15 oktober 2008 onder het regime van art. 6:193j BW niet meer met deze (potentiële) hindernis te maken. Hierdoor ontstaat een opvallend tekstueel verschil tussen de art. 6:193j en 195 BW. In de parlementaire geschiedenis wordt opgemerkt dat verschil tussen de beide bepalingen, ondanks ‘redactionele verschillen’, niet wordt beoogd.⁶¹ Zal dit in de praktijk ook altijd het geval zijn?

Over het feit dat uitgevende instelling en lead manager de inhoud en inkleding van het prospectus bepalen in de zin van art. 6:195 BW heerst brede consensus. Ook lijkt verschil van mening moeilijk denkbaar over het feit dat het uitbrengen van een misleidend prospectus aan particulieren kwalificeert als het verrichten van een oneerlijke handelspraktijk in de zin van art. 6:193j jo. 193b BW door lead manager en uitgevende instelling.⁶² Bij acties van beleggers tegen de uitgevende instelling en de lead manager wegens misleidende ‘doorsnee’ – i.e. *non-expertised* – prospectusinformatie zal toepassing van de art. 6:193j en 195 BW dan ook niet tot uiteenlopende resultaten leiden. De bewijslast ten aanzien van misleiding en toerekenbaarheid zal in beide gevallen ten voordele van de agerende belegger worden omgekeerd.

Gecompliceerder ligt de vraag in hoeverre dit uitgangspunt zonder meer ook geldt voor prospectusinformatie die wordt onderzocht en gecontroleerd door experts, zoals de accountant van de uitgevende instelling. Over die kwestie is uitvoerig gedebatteerd in de Coop-procedure, waarin ABN AMRO als lead manager door beleggers wordt aangesproken wegens misleidende jaarrekeningen die zijn opgenomen in twee obligatieprospectussen van Coopag Finance BV.⁶³ De bank betoogt dat de prospectussen meerdere separate mededelingen bevatten, waarvan slechts een deel van haar afkomstig is. De overige mededelingen zijn afkomstig van de uitgevende instelling. De bank aanvaardt slechts de bewijslast voor de juistheid en volledigheid van de mededelingen waarop zij zelf daadwerkelijk een beslissende invloed heeft gehad. Daaronder vallen niet de misleidende jaarrekeningen. Dit betoog van de bank wordt door de Hoge Raad verworpen, zodat ook ten aanzien van de jaarrekening moet worden uitgegaan van omkering van de bewijslast ten faveure van beleggers:

‘Zoals naar voren komt uit de (...) geschiedenis van de totstandkoming van art. 1416a en 1416b, kan degene die een door hem samengestelde tekst heeft openbaar gemaakt, zeer wel door de keuze van de daarin opgenomen mededelingen, de inhoud en inkleding van die mededelingen zelf geheel of ten dele hebben bepaald in de zin van art. 1416b, ook indien in die tekst opgenomen mededelingen van een of meer anderen afkomstig zijn. Zulks zou evenwel anders zijn indien degene die de tekst openbaar maakt, daarin op niet mis te verstane wijze tot uitdrukking

61 Kamerstukken II 2006-2007, 30 928, nr. 8, p. 5.

62 In die zin Lieverse 2009, p. 242.

63 HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade (Coop). Zie voor een uitvoerige uiteenzetting van de procedure en de feitelijke context par. 9.4.

brengt dat bepaalde mededelingen in de gepubliceerde tekst niet van hem afkomstig zijn en dat hij niet voor de juistheid van die van een ander of van anderen afkomstige mededelingen instaat. Dat zodanig voorbehoud in de prospectussen is opgenomen is echter niet aangevoerd.⁶⁴

Timmerman leg deze passage zo uit, dat een prospectus tegelijkertijd één mededeling in de zin van art. 6:195 BW is die verschillende mededelingen in zich bergt. Van het prospectus, gezien als één mededeling, heeft de lead manager de inhoud in ieder geval *ten dele* bepaald. Dit is op grond van art. 6:195 BW voldoende voor omkering van de bewijslast ten laste van de lead manager inzake het volledige prospectus.⁶⁵ Tot dezelfde conclusie, zij het op andere gronden, komt Leijten.⁶⁶ A-G Mok legt in zijn conclusie het oordeel van het Hof aldus uit, dat de lead manager, mede gezien het voorblad en de algehele presentatie van de prospectussen, de (gehele) *inkleding* daarvan heeft bepaald, hetgeen op zichzelf al voldoende is voor omkering van de bewijslast ex art. 6:195 BW. ‘Wie de inhoud van het prospectus heeft bepaald, doet dan niet meer te zake.’⁶⁷

Een dissident is Blom, die in de Coop-procedure als advocaat van ABN AMRO optrad. Blom acht het niet juist het prospectus ‘zonder meer als één mededeling te beschouwen’. Het prospectus vormt naar zijn mening (een samenstel van) meerdere mededelingen, met als doel de belegger over alle aspecten van de aangeboden effecten te informeren. De informatie heeft onder meer betrekking op de prijs en de wijze van aanbieding, de obligatievoorwaarden, de historie van de uitgevende instelling, de jaarcijfers, toekomstverwachtingen, enzovoort. Daardoor is sprake van mededelingen ‘van totaal verschillende aard [...] en veelal afkomstig [...] van verschillende bronnen’. Voorts verzet de ratio van art. 6:195 BW zich volgens Blom tegen kwalificatie van het prospectus als één mededeling. Die ratio is volgens hem, dat de ‘bepaler’ van inhoud en inkleding in een betere positie is dan het (beleggend) publiek om de (on)juistheid van de feiten te bewijzen. Van een betere bewijspositie van partij A (de lead manager) zou echter volgens Blom geen sprake zijn wanneer het prospectusinformatie betreft die is aangeleverd door partij B (bijv. de accountant van de uitgevende instelling).⁶⁸

Laatstgenoemd argument van Blom berust naar mijn mening op onjuiste feitelijke premissen. De lead manager heeft, als partij die in sterke mate bemoeienis heeft met het opstellen en samenstellen van het prospectus, de mogelijkheid om (nader) due diligence onderzoek te doen naar de feiten die ten grondslag liggen aan *alle* prospectusinformatie, inclusief de jaarrekening en eventuele andere informatie die door derden wordt aangeleverd. Ten aanzien van de jaarrekening schakelt hij daartoe zijn eigen interne financieel deskundigen in en laat hij zich doorgaans bijstaan door een in zijn opdracht handelende accountant. De resultaten van dit onderzoek kan de lead manager gebruiken om de inhoud van het prospectus te beïnvloeden. De belegger heeft deze mogelijkheid niet. Daardoor bevindt de lead manager zich per definitie in een, althans potentieel, betere bewijspositie dan de belegger en dient hij ook ten aanzien van de *niet* door hemzelf

64 Coop arrest van de Hoge Raad, r.o. 4.3.

65 Timmerman 1996, p. 76-77. Minder duidelijk laat Timmerman zich in een latere publicatie over deze kwestie uit; zie Timmerman 2013a, p. 653.

66 Leijten 1995, p. 216 en 218. Zie voor een weergave van de standpunten van Timmerman en Leijten: Winter 1996, p. 30.

67 Conclusie A-G Mok bij Coop arrest, sub 4.4.3.7.3.

68 Blom 1996, p. 170-175.

aangeleverde informatie als medebepaler in de zin van art. 6:195 BW te worden beschouwd. Het *niet* gebruik maken van de mogelijkheid van (nader) onderzoek en inhoudelijke beïnvloeding is immers ook bepalend voor de uiteindelijk in het prospectus op te nemen informatie.

Ook wanneer er – anders dan in de Coop-zaak – geen aanleiding mocht zijn tot het verrichten van nader onderzoek naar de jaarrekening, is omkering van de bewijslast ten nadele van de lead manager mijns inziens nog steeds op zijn plaats. Mocht de jaarrekening achteraf toch misleidend blijken te zijn, dan vertaalt het ontbreken van een aanleiding zich in een (succesvol) toerekenbaarheidsverweer van de lead manager, niet in het buiten toepassing laten van de bewijslastomkering van art. 6:195 BW.

Gesteld dat de casus van de Coop-zaak zou moeten worden beoordeeld onder het regime van de Wet OHP, dus met toepassing van art. 6:193j (in plaats van art. 195) BW, zou het resultaat dan anders zijn? Mij komt voor dat dit niet het geval is. Met het uitbrengen van het prospectus hebben uitgevende instelling en lead manager als ‘handelaren’ een ‘handelspraktijk’ in de zin van art. 6:193a BW verricht. De jaarrekening maakt deel uit van de informatie die aan beleggers is verstrekt en daarmee van de handelspraktijk. Het feit dat deze door accountants is onderzocht en gecontroleerd doet daaraan niet af. Wanneer beleggers een vordering instellen wegens het beweerdelijk misleidende karakter van de jaarrekening, geldt ex art. 6:193j BW onverkort dat op de handelaar (zijnde de uitgevende instelling en de lead manager) de bewijslast ter zake van de materiële juistheid en volledigheid van de ‘verstrekte’ informatie (zijnde het prospectus inclusief de jaarrekening) rust. Het feit dat de jaarrekening *expertised* informatie is geeft onder het regime van art. 6:193j BW – anders dan in het verleden onder art. 6:195 BW – niet eens aanleiding tot debat over de vraag wie de inhoud en inkleding van de ‘verstrekte’ informatie (mede) heeft bepaald. Dit (mede)bepalerschap vormt immers in art. 6:193j BW geen aparte bewijscategorie.

Het voorgaande samenvattend kan gesteld worden dat de art. 6:193j en 195 BW niet tot uiteenlopende resultaten lijken te leiden bij acties van beleggers tegen de lead manager en de uitgevende instelling. Dit geldt zowel voor *expertised* als voor *non-expertised* informatie die deel uitmaakt van het prospectus. Uitgevende instelling en lead manager gelden ten aanzien van beide categorieën informatie als ‘handelaar’ in de zin van art. 6:193j BW respectievelijk als ‘(mede)bepaler van inhoud en inkleding’ in de zin van art. 6:195 BW.

Ten aanzien van aangesproken partijen die mogelijk *wel* als openbaarmaker onder art. 6:194 BW respectievelijk als ‘handelaar’ onder art. 6:193j BW, maar *niet* als (mede)bepaler van inhoud en inkleding van het prospectus kwalificeren lijken de beide bepalingen echter wel tot verschillende resultaten te kunnen leiden. Het betreft hier met name de categorie personen door wie de uitgevende instelling en de lead manager het prospectus ‘laten openbaar maken’ (art. 6:194 BW) dan wel die handelen ‘ten behoeve van’ uitgevende instelling en lead manager (art. 6:193a lid 1(b) BW). Men denke aan het medium via hetwelk het prospectus wordt verspreid.⁶⁹ Onder het regime van art. 6:195 BW geldt het medium niet als (mede)bepaler van inhoud en inkleding en wordt de dubbele bewijslastomkering dan ook *niet* toegepast. De bewijslast ten aanzien van misleiding en

⁶⁹ De positie van deze mogelijke ‘keten’ van personen wordt besproken in par. 13.3.2 en 13.4.1.

toerekenbaarheid blijft dan in volle omvang op de schouders van de belegger rusten. Onder het regime van art. 6:193j BW lijkt het medium als ‘handelaar’ die de informatie heeft ‘verstrek’ te moeten worden beschouwd en is de dubbele bewijslastomkering derhalve *wel* van toepassing. Weliswaar zal het medium onder normale omstandigheden in staat zijn te bewijzen dat mogelijke misleiding hem niet kan worden toegerekend vanwege het ontbreken van een inhoudelijke controleplicht aan zijn kant. Dat neemt echter niet weg dat de druk van een dergelijke bewijslast op de media blijkens de parlementaire behandeling van afdeling 6.3.4 BW onwenselijk werd geoordeeld. Bij invoering van afdeling 6.3.3A BW in 2008 is met dit bezwaar kennelijk geen rekening gehouden.

Wel kan de rechter de posities weer gelijk trekken door bij toepassing van art. 6:193j BW de omkering van de bewijslast inzake misleiding ongedaan te maken wanneer deze hem niet ‘passend’ voorkomt, ‘gelet op de omstandigheden van het geval en met inachtneming van de rechtmatige belangen van de handelaar en van elke andere partij bij de procedure’ (art. 6:193j lid 1 BW). De bewijslastomkering inzake toerekenbaarheid kan hij teruggedraaien met toepassing van de billijkheidsuitzondering van art. 150 Rv. Zo kan uiteindelijk toch onder beide afdelingen eenzelfde resultaat worden verkregen, in de zin dat bij acties van beleggers tegen media de dubbele bewijslast op de beleggers – zowel de consumenten als de bedrijfsmatig handelende – kan blijven drukken. Dat lijkt mij ook wenselijk. Desalniettemin lijkt hier sprake te zijn van meer dan een louter – in termen van de parlementaire geschiedenis – ‘redactioneel’ verschil tussen de art. 6:193j en 6:195 BW.⁷⁰

In de literatuur is op diverse plaatsen, tot nu toe in voorzichtige bewoordingen, de mogelijkheid geopperd dat ook de bestuurder van de uitgevende instelling iemand zou kunnen zijn die handelt ‘ten behoeve van’ de uitgevende instelling en daarmee als ‘handelaar’ in de zin van afdeling 6.3.3A BW.⁷¹ Aanvaarding van deze gedachte zou volgens sommigen de mogelijkheid van aansprakelijkheid van bestuurders voor een misleidend prospectus aanmerkelijk vergroten. De positie van de bestuurder, alsmede de positie van enkele andere partijen van welke mogelijk gezegd kan worden dat zij handelen ‘ten behoeve van’ de uitgevende instelling, wordt onderzocht in de hoofdstukken 13 en 14.

De Hoge Raad opent in het Coop-arrest voor de lead manager de mogelijkheid aan de bewijslastomkering te ontkomen door in het prospectus uitdrukkelijk afstand van bepaalde passages te nemen met een daartoe strekkende disclaimer. De vraag in welke mate een dergelijke disclaimer effect sorteert in de rechtsverhouding tussen de lead manager en beleggers hangt samen met de vraag in hoeverre tussen deze partijen sprake kan zijn van een contractuele verhouding. Die kwestie zal aan de orde komen in het contractuele deel van deze studie.⁷² Overigens is na het wijzen van het Coop-arrest slechts sporadisch gebruik gemaakt van de mogelijkheid om een disclaimer in het prospectus op te nemen.

70 Zie Kamerstukken II 2006-2007, 30 928, nr. 8, p. 5 waar wordt gesteld dat de art. 6:193j en 6:195 BW weliswaar redactioneel van elkaar verschillen, maar dat geen verschil is beoogd.

71 De Jong 2011, p. 538; Timmerman 2013a, p. 660. (Voorzichtig) afwijzend: Lieverse & Sinninghe Damsté 2013, p. 682.

72 Zie par. 15.8.

12.1 Mededelingen in de context van emissie – World Online

Niet alleen misleidende mededelingen in het prospectus kunnen de belegger op het verkeerde been zetten. Ook mededelingen van de uitgevende instelling die buiten het prospectus om worden gedaan, maar wel verband houden met de aanbidding van effecten, kunnen ertoe leiden dat de belegger op grond van verkeerde premissen effecten van de uitgevende instelling verwerft. De belangrijkste categorieën mededelingen die gebruikelijk buiten het prospectus om worden gedaan zijn de volgende: 1. (al dan niet verplichte) advertenties en persberichten, in het bijzonder (vooraf) ter aankondiging van de emissie en (achteraf) ter bekendmaking van het aantal geplaatste aandelen en de vastgestelde emissieprijs; 2. mededelingen van bestuurders tijdens de road show; 3. mededelingen van bestuurders tijdens de presentatie voor analisten; 4. interviews met en persconferenties van bestuurders. Al deze mededelingen hebben in het maatschappelijk verkeer als mededelingen van de uitgevende instelling te gelden en kunnen aan deze worden toegerekend.¹ Mochten een of meer van dergelijke mededelingen misleidend zijn, dan gelden zij als onrechtmatig.

Mededelingen buiten het prospectus kunnen niet alleen in schriftelijke, maar ook in mondelinge vorm worden gedaan. De parlementaire geschiedenis bij (de voorloper van) art. 6:194 BW bevestigt expliciet dat het toepassingsbereik niet is begrensd tot schriftelijke mededelingen. De bepaling is dus ook van toepassing op mondelinge mededelingen, bijv. via radio of televisie. Bepalend is of het publiek van de mededeling kennis heeft genomen of heeft kunnen nemen.² Ook de definitie van ‘handelspraktijk’ in art. 6:193a lid 1(d) BW is dermate ruim, dat zowel schriftelijke als mondelinge mededelingen eronder vallen.

Men kan zich afvragen wanneer een mededeling buiten het prospectus nog in voldoende verband met de aanbidding van effecten kan worden gebracht om als misleidende mededeling in de zin van art. 6:194 BW respectievelijk als misleidende handelspraktijk in de zin van art. 6:193a lid 1(d) BW te kwalificeren. Laatstgenoemde bepaling geeft hiervoor een aanknopingspunt. Om als misleidende handelspraktijk te gelden moet het gaan om een mededeling die ‘rechtstreeks verband houdt met de verkoopbevordering, verkoop of levering’ van (in

1 Zulks volgens het criterium van HR 6 april 1979, NJ 1980, 34 m.nt. C.J.H. Brunner (Kleuterschool Babel).
2 Kamerstukken II 1978-1979, 13 611, nr. 3, p. 9 en nr. 6, p. 20.

dit geval) het effect aan de consument-belegger. Art. 6:194 BW bezigt niet het rechtstreeks verband criterium, maar beperkt zijn toepassingsbereik tot mededelingen ‘omtrent goederen of diensten die door hem (...) worden aangeboden’.

Bij gebreke van een duidelijke invulling van het rechtstreeks verband criterium in de Wet OHP en zijn totstandkomingsgeschiedenis kan mijns inziens worden teruggegrepen op de aanzet die is gegeven door A-G Timmerman en de Hoge Raad in (de conclusie bij) het World Online-arrest.³ Het gaat in dat arrest (onder meer) over de vraag of bepaalde uitlatingen van de bestuursvoorzitter van World Online, die zij deed in interviews en een persconferentie in de weken voorafgaand aan de beursgang, binnen de reikwijdte van art. 6:194 BW (oud) vallen. De A-G is van mening dat er een *temporeel* verband moet bestaan tussen buiten het prospectus gedane mededelingen en het aanbieden in de zin van art. 6:194 BW (oud). Daarvan is sprake in geval van mededelingen gedaan ‘in de periode rondom’ de beursgang. In die periode gedane mededelingen over de uitgevende instelling en de door haar gevoerde onderneming zullen immers al vrij snel van belang zijn voor de waardering van de aan het publiek aangeboden aandelen – waarmee het vereiste verband tevens een *inhoudelijke* kleur krijgt – en daarmee onder de werking van art. 6:194 BW vallen.⁴ De Hoge Raad sauveert de overwegingen van het Hof ter zake, die eveneens temporele en inhoudelijke elementen bevatten.⁵ Hof en Hoge Raad verwoorden het temporele element als mededelingen gedaan ‘ter gelegenheid van’ de beursgang, hetgeen enigszins afwijkt van de formulering van de A-G. Voor de formulering van Hof en Hoge Raad heb ik een lichte voorkeur. Wanneer een bestuursvoorzitter een jaar of langer tevoren, bij de eerste aankondiging van de beursgang, in de pers mededeelt dat hij geen aandelen zal verkopen en hij doet het toch, is naar mijn mening sprake van een misleidende mededeling ‘ter gelegenheid van’ de beursgang, welke valt onder het toepassingsbereik van de Wet MVR en de Wet OHP. Moeilijker verdedigbaar is, dat deze mededeling is gedaan ‘in de periode rondom’ de beursgang.

Over de precieze invulling van het inhoudelijke en temporele verband spreekt de Hoge Raad zich in het World Online-arrest in onduidelijke – en naar mijn mening zelfs tegenstrijdige – bewoordingen uit. Eerst overweegt de Hoge Raad:

‘De art. 6:194 e.v. BW hebben ook betrekking op (schriftelijke of mondelinge) mededelingen van de uitgevende instelling die buiten het prospectus, maar wel in verband met het aanbieden van de effecten zijn gedaan. Daarbij kan het bijvoorbeeld gaan om mededelingen die nadere informatie over de beursgang of *de uitgevende instelling* bevatten of die een nadere toelichting op het prospectus behelzen, maar ook om mededelingen die belangstelling voor de voorgenomen beursgang (pogen te) wekken. Voor al deze mededelingen geldt evenzeer als voor het prospectus dat zij ingevolge art. 6:194 BW niet misleidend mogen zijn voor de ‘maatman-belegger’.⁶ [curs. jpf]

De hierop aansluitende rechtsoverweging vangt aan als volgt:

3 HR 27 november 2009, NJ 2010, 201 m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43 m.nt. Frielink (World Online).

4 Conclusie A-G Timmerman sub 4.7.3.2. De A-G bouwt bij het aanleggen van het temporele verband voort op de conclusie van A-G Mok bij HR 7 november 1997, NJ 1998, 268 m.nt. J.M.M. Maeijer; JOR 1998/9 m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol (Philips/VEB), sub 5.3.4. Op deze uitspraak wordt hieronder in par. 12.2 dieper ingegaan. Aangenomen mag worden dat een en ander ook voor art. 6:193a e.v. BW geldt.

5 World Online arrest r.o. 4.26.1-2.

6 World Online arrest, r.o. 4.25.1.

‘Ten aanzien van mededelingen die niet in voldoende verband staan met of niet in voldoende mate gericht zijn op de beursgang zelf, en daarom niet kunnen gelden als mededelingen “omtrent aangeboden goederen of diensten” (hier: de effecten) als bedoeld in art. 6:194, maar die wel in de periode rond de beursgang gedaan worden en betrekking hebben op de *onderneming van de uitgevende instelling*, dient de uitgevende instelling de in het maatschappelijk verkeer betamende zorgvuldigheid in acht te nemen met het oog op de belangen van potentiële beleggers (...).’⁷ [curs. jpf]

Uit de eerstgenoemde rechtsoverweging volgt dat mededelingen over de uitgevende instelling, ook zonder dat zij betrekking hebben op de emissie, onder de werking van art. 6:194 BW kunnen vallen. In de daarna geciteerde rechtsoverweging wordt juist gesteld dat tegen dergelijke mededelingen, zelfs als zij gedaan worden in de periode rond de beursgang, *niet* geageerd kan worden onder art. 6:194 BW. Beleggers moeten volgens de Hoge Raad in dat geval hun toevlucht nemen tot een actie op basis van de maatschappelijke zorgvuldigheid van art. 6:162 lid 2 BW. Zij kunnen dan niet profiteren van de dubbele wettelijke bewijslastomkering van art. 6:195 BW.

Het dubbele temporele en inhoudelijke criterium wordt met zoveel woorden bevestigd in een uitspraak die de rechtbank Utrecht op 15 februari 2012 deed in een procedure aangespannen door een groepje beleggers tegen Fortis en drie van haar senior executives. Zowel Fortis als enkele van de executives worden beticht van het doen van misleidende mededelingen over de solvabiliteitspositie van Fortis tijdens een investor day en in persberichten. Deze mededelingen staan los van een specifieke emissie van effecten. De rechtbank wijst het beroep van de beleggers op art. 6:194 BW (oud) als volgt af:

‘Voor de toepasselijkheid van het artikel [art. 6:194 BW (oud); jpf] is daarom vereist dat tussen de gewraakte uitlatingen enerzijds en de goederen of diensten van Fortis (...) *een voldoende inhoudelijk en temporeel verband* bestaat, op grond waarvan aan die mededelingen de kennelijke strekking toekomt dat daarmee de afname van de aangeboden goederen of diensten werd *beoogd* te bevorderen. Uit de hier door [eiser sub 1] c.s. aangevoerde omstandigheden kan niet de slotsom worden getrokken dat de gewraakte uitlatingen door of namens Fortis zijn gedaan omtrent door haar aangeboden goederen of diensten in voormelde zin.’⁸ [curs. jpf]

Ook de rechtbank Utrecht geeft geen duidelijke invulling aan het ‘voldoende inhoudelijke en temporele verband’ dat bepalend is voor de reikwijdte van art. 6:194 BW. Op dat punt is de uitspraak mager gemotiveerd. Wel lijkt de rechtbank voor de niet-toepasselijkheid van art. 6:194 BW (oud) belang toe te kennen aan het feit dat bij degenen die de mededelingen doen geen *oogmerk* tot verkoopbevordering bestaat. Het stellen van een oogmerkvereiste komt mij voor als onjuist. De art. 6:193a lid 1(d) en 6:194 BW voorzien niet in een dergelijk criterium. Ook zonder dat degene die de mededeling doet de verkoop van effecten beoogt te bevorderen kan de mededeling, gelet op haar inhoud en het tijdstip waarop zij wordt gedaan, een verkoopbevorderend karakter hebben.

7 World Online arrest, r.o. 4.25.2.

8 Rb. Utrecht 15 februari 2012, JOR 2012/243 m.nt. Willems (Kortekaas c.s./Fortis c.s.), r.o. 4.10.

Mijn voorlopige conclusie luidt dat buiten het prospectus gedane mededelingen die (1) gedaan worden in de periode rondom dan wel ter gelegenheid van de emissie en (2) informatie bevatten over de emissie, de uitgevende instelling, haar onderneming en/of de betreffende effecten die van invloed kan zijn op de aankoopbeslissing van de belegger onder het toepassingsbereik van art. 6:193a/194 BW vallen. Vereist wordt een dubbel, temporeel en inhoudelijk verband. Wanneer sprake is van temporeel verband is dit een indicatie dat ook inhoudelijk verband aanwezig is, omdat mededelingen gedaan in de periode rondom de emissie al snel van belang kunnen zijn voor de beoordeling door de belegger. Dit laatste wordt mijns inziens ten onrechte door de Hoge Raad in twijfel getrokken in het World Online-arrest.⁹

12.2 Mededelingen buiten de context van emissie – Philips/VEB

In het Philips/VEB-arrest uit 1997¹⁰ heeft de Hoge Raad zich al eerder uitgesproken over het grensgebied tussen verkoopgerelateerde mededelingen die onder het bereik van art. 6:194 BW (oud) vallen en niet-verkoopgerelateerde mededelingen. Na een aantal maanden van zeer optimistische berichtgeving door Philips over omzet- en winstgroei over het boekjaar 1989 volgt plotseling een bericht van sterke winstdaling over januari en februari 1990. Philips blijkt de optimistische berichtgeving te lang hebben voortgezet, ook toen de winstdaling al bekend was bij het bestuur. De berichtgeving wordt door beleggers als misleidend ervaren. Enkele Amerikaanse aandeelhouders initiëren een procedure tegen Philips. Met hen wordt een schikking getroffen. In Nederland maakt de VEB een procedure tot vergoeding van schade op te maken bij staat tegen Philips aanhangig. In een tussenvonnis veroordeelt de rechtbank Philips tot overlegging van bepaalde informatie. Dit tussenvonnis wordt in hoger beroep door het Hof te Den Bosch bekrachtigd, onder meer op grond van de overweging dat de gewraakte mededelingen van Philips in beginsel onder de werking van art. 1416a e.v. BW (oud) – het huidige art. 6:194 e.v. BW – vallen, zodat de bewijslast van de juistheid ervan op Philips rust.¹¹ Kennelijk volgt het hof hiermee de stelling van de VEB dat de optimistische berichtgeving van Philips een middel is om het publiek te laten beleggen in haar aandelen en daarmee een reclamemiddel. De Hoge Raad casseert het arrest van het hof op dit punt na kortaf overwogen te hebben dat het in dit geval niet gaat om mededelingen van Philips omtrent goederen of diensten welke door haar worden aangeboden.¹²

Het arrest van het Hof, waarin het de bepalingen inzake misleidende reclame van toepassing oordeelt op berichtgeving van een beursgenoteerde vennootschap die in het geheel niet betrokken is bij (de voorbereiding van) een emissie van effecten, is op dit onderdeel terecht door de Hoge Raad gecasseerd. Ook in de literatuur is het arrest van het Hof aan de nodige kritiek onderhevig geweest. Een deel van deze kritiek is echter doorgeschoten. Zo schrijft Muller:

9 Zie hierboven (tekst bij) noot 7.

10 HR 7 november 1997, NJ 1998, 268 m.nt. J.M.M. Maeijer; JOR 1998/9 m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol (Philips/VEB).

11 Hof Den Bosch Hof 15 mei 1996, JOR 1996/70 (Philips/VEB).

12 VEB/Philips-arrest van de Hoge Raad, r.o. 3.5.

‘Een eerste bezwaar tegen de toepassing van de bepalingen met betrekking tot misleidende reclame is van systematische aard. (...) Wil men deze bepalingen toepassen op mededelingen die niet *in* een (herplaatsings- c.q. emissie-)prospectus zijn gedaan, dan moet men aan willen nemen dat bij beursgenoteerde ondernemingen er sprake is van een (doorlopende) aanbieding van aandelen door de genoteerde onderneming. Naar mijn mening is dit een zeer gewrongen constructie van de gang van zaken. *Buiten de gevallen van een prospectus* kan in gemoede niet worden volgehouden dat de beursgenoteerde onderneming aandelen in haar kapitaal ‘aanbiedt’ (hooguit zou er sprake kunnen zijn van een impliciet ‘aanprijzen’, maar dit lijkt mij onvoldoende voor een rechtstreekse toepassing van art. 6:194/195). De grenzen van de bijzondere regeling terzake van misleidende reclame zouden hiermee te zeer worden opgerekt.’¹³ [curs. jpf; cursivering van Muller weggelaten]

Grundmann-van de Krol schrijft in haar JOR-annotatie bij het Philips/VEB-arrest van de Hoge Raad:

‘Ten tweede is van belang dat – ondanks het feit dat de regeling inzake misleidende reclame niet van toepassing is op tussentijdse berichtgeving zonder *gelijktijdige* aanbieding van effecten – een effectenuitgevende instelling die na de aanbieding van de effecten aan haar aandeelhouders/beleggers informatie verschafft, in een daarna tegen haar aangespannen procedure belast kan worden met het bewijs dat de door haar gedane mededelingen juist en niet misleidend zijn.’¹⁴ [curs. jpf]

Beide auteurs lijken er vanuit te gaan dat de bepalingen inzake misleidende reclame op de kapitaalmarkt uitsluitend van toepassing zijn op mededelingen die door de uitgevende instelling *in* een emissieprospectus, en derhalve *gelijktijdig* met de aanbieding worden gedaan. Daarmee wordt het vereiste van temporeel verband te streng gehanteerd. Voldoende voor toepasselijkheid van art. 6:193a/194 e.v. BW op mededelingen buiten het prospectus is, dat deze mededelingen *in de periode rondom* de emissie of beursgang worden gedaan. Reeds in zijn conclusie bij het Philips/VEB-arrest van de Hoge Raad schrijft A-G Mok:

‘Naar ik zou menen moet er een temporeel verband bestaan tussen de mededeling en het aanbieden in de zin van art. 1416a (oud) en art. 6:194 BW. Dat verband betekent dat aanbieding en mededeling *gelijktijdig, althans in dezelfde periode* moeten vallen. Zulk een verband is in de onderhavige zaak, waarin Philips de aandelen ooit heeft geëmitteerd en jaren later mededelingen heeft gedaan die het kopen van die aandelen konden stimuleren, niet aanwezig. Er is niet gebleken van een emissie *in de litigieuze periode* en evenmin van het in die periode door Philips afstoten van zich in haar portefeuille bevindende eigen aandelen.’¹⁵ [curs. jpf]

In de Philips/VEB-casus is in het geheel geen sprake van een (ophanden zijnde) emissie waarmee de misleidende mededelingen van Philips verband houden. Met ‘de litigieuze periode’ doelt de A-G dan ook niet op de ‘periode rondom de emissie’, maar – naar mag worden aangenomen – op de volledige periode van te optimistische berichtgeving door Philips, welke zich uitstreckte van eind oktober

¹³ Muller 1997, p. 242-243.

¹⁴ Annotatie Grundmann-van de Krol bij HR 7 november 1997, JOR 1998/9.

¹⁵ Conclusie A-G Mok bij HR 7 november 1997, NJ 1998, 268 m.nt. J.M.M. Maeijer; JOR 1998/9 m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol (Philips/VEB).

1989 tot begin mei 1990. Het arrest en de conclusie A-G geven geen antwoord op de vraag hoe, in gevallen waarin wél een emissie ophanden is, de ‘periode rondom de emissie’ moet worden afgebakend. Dit zal sterk afhankelijk zijn van de feitelijke omstandigheden. Ik zou menen dat deze periode voor beursgenoteerde vennootschappen in ieder geval aanvangt op de datum waarop met een bepaalde mate van concreetheit een emissie wordt aangekondigd. Vanaf die datum zal alle berichtgeving van de vennootschap in het licht van de aanstaande emissie worden geapprecieerd en moet temporeel verband worden aangenomen.¹⁶ Zoals eerder werd opgemerkt, is het bestaan van temporeel verband een indicatie voor inhoudelijk verband en kan langs die weg ‘rechtstreeks verband’ in de zin van art. 6:193a lid 1(d) BW worden geconstrueerd.¹⁷ Na aankondiging van een emissie loopt alle *corporate communication* de kans om te voldoen aan het ‘rechtstreeks verband’ criterium en daarmee als handelspraktijk te worden gekwalificeerd.¹⁸

Als voorbeeld kan worden gedacht aan het beursgenoteerde biotechnologiebedrijf dat in een persbericht aankondigt binnen zes maanden een emissie van aandelen te zullen doen ter vergroting van het werkkapitaal. Enkele weken later wordt in een tweede persbericht aangekondigd dat het bedrijf zich na de emissie mede zal richten op de ontwikkeling van bepaalde antilichamen welke geleverd zullen worden aan de wereldwijde farmaceutische industrie (‘Big Pharma’) ter opname in een nieuw medicijn tegen diabetes met grote marktpotentie. Na het uitbrengen van dit tweede persbericht stijgt de beurskoers. Verschillende beleggers kopen in deze periode van koersstijging aandelen in de secundaire markt. Het emissieprospectus dat zes maanden later verschijnt rept in de strategieparagraaf op geen enkele wijze over (financiering van) de nieuwe ontwikkelingsactiviteiten. Een groot aantal beleggers verwerft aandelen in de primaire markttransactie en kort na de emissie in de secundaire markt. Enkele maanden na de emissie blijkt uit andere berichtgeving van de vennootschap dat de betreffende activiteiten geen doorgang zullen vinden. Dit heeft een koersdaling tot gevolg en derhalve koersschade voor alle inmiddels ingestapte beleggers. Het is duidelijk dat het tweede persbericht misleidend is wegens onjuistheid. Omdat dit persbericht enkele weken na aankondiging van de emissie werd uitgebracht, staat het in ‘rechtstreeks verband’ met de verkoop van effecten. Beleggers in de *primaire* markttransactie kunnen zich bij het aanspreken van de uitgevende instelling zonder meer beroepen op art. 6:193a/194 BW.

Beleggers die aandelen verwierven in de *secundaire* markt hebben een extra hobbel te nemen. Gesteld zou kunnen worden dat zij niet onder het beschermingsbereik van art. 6:193a/194 BW vallen, omdat de aandelen in de secundaire markt hen niet door de uitgevende instelling (maar, via de beurssystemen, door andere beleggers) zijn aangeboden. Het zou in dit geval niet de verkoopbevordering van een eigen ‘goed’ (art. 6:194 BW) of ‘product’ (art. 6:193a BW) van de

16 Vergelijk in het Amerikaanse effectenrecht Rule 163A onder de Securities Act 1933, dat grenzen stelt aan ‘conditioning the marketplace’ in de periode voor uitgifte van het prospectus. Uitgangspunt is dat iedere mededeling van of namens de uitgevende instelling mogelijk verband kan houden met de ophanden zijnde emissie, ook als in die mededeling niet naar de emissie wordt verwezen.

17 Zie par. 12.1.

18 Verkade 2016, p. 25, laat de mogelijkheid open dat (o.m.) jaarverslagen van de uitgevende instelling onder de werking van de Wet OHP vallen ‘indien zij gebruikt worden in rechtstreeks verband met activiteiten om particuliere beleggers over te halen tot aankoop van aandelen of obligaties’.

uitgevende instelling betreffen.¹⁹ In het voorgaande heb ik in de context van het relativiteitsvereiste betoogd dat een uitleg van art. 193a/194 BW verdedigbaar is, waarbij deze bepalingen ook strekken ter bescherming van beleggers in de secundaire markt tegen misleidende prospectusinformatie. Deze uitleg is gebaseerd op de gedachte dat effecten die in de secundaire markt worden verhandeld nog steeds als ‘producten’ van de uitgevende instelling moeten worden beschouwd, waarvan laatstgenoemde de verkoop (liquiditeit) met haar eigen mededelingen kan bevorderen. Het begrip ‘product’ omvat volgens art. 2(c) Richtlijn OHP ook verplichtingen. Effecten zijn verplichtingen (passiva) van de uitgevende instelling en blijven dat tijdens hun verhandeling in de secundaire markt.²⁰ ‘Nawerking’ van het prospectus in de secundaire markt is overigens algemeen aanvaard: ook beleggers die (kort) na de emissie effecten in de secundaire markt verwerven worden geacht door het prospectus te zijn beïnvloed en kunnen met een beroep op art. 6:193a/194 BW ageren tegen misleidende mededelingen in het prospectus.²¹

Ik zou menen dat hetzelfde geldt ten aanzien van berichtgeving in de secundaire markt in het zicht van een ophanden zijnde emissie. Ook dergelijke berichtgeving – wanneer (te) positief – heeft een verkoop bevorderend karakter, is aanbidding gerelateerd en dient daarom onder de reikwijdte van art. 6:193a/194 BW te vallen. Deze zienswijze sluit aan bij die van Hijink, die in zijn dissertatie het in de literatuur gemaakte onderscheid tussen informatieverstrekking in de primaire en secundaire markt relateert:

‘Al eerder in deze studie beschreef ik dat in steeds sterkere mate sprake is van ineenvloeiën van publicatieverplichtingen in de primaire en secundaire markt. Dit ineenvloeiën is ook te zien in de jurisprudentie. Zo stelde het Hof Amsterdam in zijn arrest inzake World Online/VEB dat de in het prospectus opgenomen gegevens evenzeer “van invloed kunnen zijn geweest op de beslissing van beleggers die geen aandelen uit de emissie hadden verkregen, maar deze kort daarna hebben gekocht (...). Deze “nawerking” van een prospectus in de secundaire markt wordt ook in de literatuur aangenomen.

(...)

Uit het voorgaande volgt (...) dat geen scherp onderscheid kan – en moet – worden gemaakt tussen informatieverstrekking in de primaire, dan wel de secundaire markt.²²

Bovenstaande opmerkingen maakt Hijink ter ondersteuning van zijn pleidooi om niet slechts ten behoeve van de misleide maatman-belegger in de primaire markt, maar ook ten behoeve van die in de secundaire markt tot een verlichting van de bewijspositie inzake het *causale verband* te komen door het hanteren van een bewijsvermoeden. Naar mijn mening kan relativisering van het onderscheid tussen primaire en secundaire marktinformatie eveneens als argument dienen voor een ruimhartige toepassing van art. 6:193a/194 BW in geval van een ophanden zijnde emissie, door ook ten behoeve van beleggers in de secundaire markt de bewijs-

19 A-G Mok drukt dit in zijn conclusie sub 5.3.3 uit door erop te wijzen dat art. 1416a BW (oud) slechts bescherming biedt tegen misleidende mededelingen van (in casu) Philips omtrent goederen of diensten die ‘door hem’ worden aangeboden. Philips biedt geen effecten in de secundaire markt aan.

20 Zie voor e.e.a. par. 8.3.

21 Zie over deze ‘nawerking’ Hijink 2010, p. 379, (tekst bij) noot 178 met verwijzingen naar literatuur.

22 Hijink 2010, p. 379-380.

last inzake het *misleitend karakter* van secundaire marktinformatie en de *toerekenbaarheid* om te keren. In geval van een ophanden zijnde emissie dienen beleggers in de primaire en de secundaire markt naar mijn mening in beginsel dezelfde mate van rechtsbescherming te genieten. Het gelijktrekken van hun bewijsposities tegenover de uitgevende instelling en de lead manager is daarvan een essentieel onderdeel.

12.3 Interactie tussen het prospectus en mededelingen buiten het prospectus

Bij de vraag of bepaalde mededelingen in het prospectus al dan niet misleitend zijn, moeten deze in context worden geplaatst. Deze context wordt mede bepaald door eventuele mededelingen die door of namens de uitgevende instelling buiten het prospectus om worden gedaan, bijv. in de vorm van een toelichting in de media op bepaalde passages in het prospectus. In de voorbereidende fase van de World Online-beursgang zijn door de bestuursvoorzitter verwarrende uitlatingen over haar aandelenbezit in de media gedaan, welke volgens de VEB door het hof ten onrechte niet betrokken zijn bij het oordeel over de vraag of of het prospectus op dat punt misleitend is. In zijn conclusie voor het World Online-arrest overweegt A-G Timmerman naar aanleiding van het betreffende cassatiemiddel als volgt:

‘Ik deel de opvatting van het hof en het onderdeel dat mededelingen namens de uitgevende instelling in en buiten het prospectus in onderlinge samenhang moeten worden gezien. Dit kan ertoe leiden dat een passage uit het prospectus die op zichzelf niet onduidelijk is als gevolg van misleitende mededelingen buiten het prospectus alsnog als misleitend kan worden aangemerkt (...). Een dergelijke situatie zal zich vermoedelijk niet snel voordoen, indien de tekst in het prospectus op zichzelf genomen voldoende duidelijk is.’²³

De Hoge Raad omarmt dit uitgangspunt met de volgende overweging:

‘Het onderdeel neemt terecht tot uitgangspunt dat de tekst van een prospectus moet worden gezien in samenhang met de context waarin het prospectus wordt uitgegeven, en dat daarom niet uitgesloten is dat het prospectus, hoewel op zichzelf niet onduidelijk of misleitend, vanwege mededelingen die namens de uitgevende instelling in diezelfde periode buiten het prospectus om worden gedaan, voor de belegger toch misleitend kan zijn. Het hof heeft dit evenwel niet miskend, doch kennelijk geoordeeld dat een dergelijk geval zich hier niet voordoet.’²⁴

Hoewel A-G en Hoge Raad zich niet in gelukkige bewoordingen uitdrukken – hoe kan een prospectustekst die niet misleitend is, door latere mededelingen buiten het prospectus alsnog misleitend worden?²⁵ – lijkt de bedoeling duidelijk te zijn. Voor de misleidingstoets is het *geheel* der mededelingen en informatie, verstrekt in en buiten het prospectus, in onderlinge samenhang bepalend.

23 Conclusie A-G Timmerman bij World Online-arrest Hoge Raad, nr. 5.13.14.

24 World Online arrest Hoge Raad, r.o. 4.13.3.

25 Dit vraagt ook Frielink zich af in zijn JOR-annotatie sub 11.

Aan deze duidelijkheid wordt echter weer afgedaan doordat de Hoge Raad naar aanleiding van een andere cassatieklacht als volgt overweegt:

‘De art. 6:194 e.v. BW hebben ook betrekking op (schriftelijke of mondelinge) mededelingen van de uitgevende instelling die buiten het prospectus, maar wel in verband met het aanbieden van de effecten zijn gedaan. Daarbij kan het bijvoorbeeld gaan om mededelingen die nadere informatie over de beursgang of de uitgevende instelling bevatten of die een nadere toelichting op het prospectus behelzen, maar ook om mededelingen die belangstelling voor de voorgenomen beursgang (pogen te) wekken. Voor al deze mededelingen geldt evenzeer als voor het prospectus dat zij ingevolge art. 6:194 BW niet misleidend mogen zijn voor de ‘maatman-belegger’.²⁶

Uit de laatste zin van deze rechtsoverweging lijkt een geheel ander uitgangspunt te volgen, te weten dat zowel het prospectus zelf als mededelingen daarbuiten ieder op zichzelf niet misleidend mogen zijn. Het eerder genoemde principe dat het geheel van mededelingen in onderlinge context bezien bepalend is, wordt hierdoor in twijfel getrokken. Het World Online-arrest is al met al over de vraag of mededelingen in en buiten het prospectus in onderlinge samenhang dan wel ieder apart op misleidendheid dienen te worden getoetst ambigu.

Aan dezelfde ambiguïteit lijdt een later arrest van het Hof Amsterdam, waarin de vraag wederom aan de orde komt.²⁷ Het Nederlandse effectenkantoor (beleggingsonderneming) Wijs & Van Oostveen heeft brochures en termsheets opgesteld in het kader van de verkoop van gestructureerde beleggingsproducten uitgegeven door een dochter van de Lehman Brothers. Deze termsheets, welke de informatie bevatten die vereist wordt ex art. 4:20 Wft en lagere regelgeving, circuleren op de markt naast het (naar ik aanneem door Lehman Brothers zelf uitgebrachte) prospectus. Na de surséance gevolgd door het faillissement van Lehman Brothers in de Verenigde Staten in september/oktober 2008 – door velen gezien als het begin van de financiële crisis – krijgen beleggers nauwelijks iets uitgekeerd op hun belegging. Zij maken door tussenkomst van een claimstichting een procedure aanhangig tegen Wijs & Van Oostveen c.s. waarin schadevergoeding wordt gevorderd. In de procedure komt de vraag aan de orde of de misleidingstoets moet worden toegepast op iedere brochure/termsheet afzonderlijk dan wel op het geheel van alle in omloop gebrachte informatiedocumenten.

Eerst overweegt het Hof dat de vraag of de inhoud van een brochure of een termsheet juist, volledig en niet-misleidend is, *los* van het prospectus moet worden beoordeeld.²⁸ Vervolgens overweegt het Hof echter als volgt:

‘In het kader van grief 4 gaat de Stichting ervan uit dat ieder document afzonderlijk moet worden beoordeeld. Zij keert zich tegen het oordeel van de rechtbank dat de verstrekte informatie moet worden “bezien als geheel”. Het hof is van oordeel dat de Stichting van een te beperkte opvatting uitgaat. Haar standpunt vindt ook geen steun in de door haar genoemde jurisprudentie die ziet op een prospectus. Als Wijs & Van Oostveen in het kader van een aanbod verschillende documenten (zoals bijvoorbeeld reclamemateriaal en termsheets) heeft verstrekt, zal dat in beginsel bij de

26 World Online-arrest Hoge Raad, r.o. 4.25.1.

27 Hof Amsterdam 14 mei 2013, JOR 2013/212 m.nt. J.W.P.M. van der Velden (Stichting Hulp Gedupeerden/Wijs & Van Oostveen c.s.).

28 R.o. 4.10.

beantwoording van de vraag of die informatie aan de hiervoor genoemde eisen voldoet, als geheel mogen worden genomen.²⁹

In deze zaak doet zich weliswaar de bijzonderheid voor dat het prospectus (Lehman Brothers) en de brochures/termsheets (Wijs & Van Oostveen) door verschillende partijen zijn uitgebracht, dat neemt niet weg dat de rechter in het belang van de rechtszekerheid een eenduidige keuze dient te maken: wordt de misleidingstoets op ieder document afzonderlijk of op het geheel der documenten in onderlinge samenhang toegepast? Het Hof laat dit echter na. De dubbele overweging dat de brochures/termsheets enerzijds los van het prospectus dienen te worden beoordeeld, maar anderzijds onderling wel 'als geheel', mist consistentie. Zowel het prospectus als de brochures zijn immers een bron van informatie voor beleggers. Deze mogen verwachten dat brochures/termsheets die door een derde partij, niet zijnde de uitgevende instelling, na datum prospectus op de markt worden gebracht consistent zijn met het prospectus en, gelezen in samenhang daarmee, geen misleidend beeld oproepen.

In het bovenstaande werden enkele overwegingen van A-G in zijn conclusie en van de Hoge Raad in het World Online-arrest aangehaald waaruit volgt dat mededelingen in en buiten het prospectus in samenhang dienen te worden gezien. Een op zichzelf niet misleidend prospectus kan door mededelingen daarbuiten alsnog een misleidend karakter krijgen.³⁰ Dit werpt de vraag op of het omgekeerde ook geldt: brengt het uitgangspunt dat het prospectus met de daarbuiten gedane mededelingen één samenhangend geheel vormt, met zich dat mogelijke misleiding in het prospectus door die andere (corrigerende) mededelingen ongedaan kan worden gemaakt?

Het antwoord op deze vraag valt in verschillende delen uiteen. Op de openbare kapitaalmarkt gelden voor het aanvullen of corrigeren van het prospectus zekere publiekrechtelijke regels. Het prospectus dat moet worden uitgebracht ex art. 5:2 Wft moet vóór afsluiting van de emissie of aanvang van de handel ter beurse zonodig worden aangevuld of gecorrigeerd door het uitbrengen van een aanvullend prospectus op grond van art. 5:23 Wft. Dit vormt met het oorspronkelijke prospectus één geheel en maakt de onvolledigheid en onjuistheid daarin ongedaan.³¹

Na afsluiting van de emissie en aanvang van de beurshandel blijft het prospectus enige tijd van belang als informatiebron voor beleggers op de secundaire markt.³² Eventuele aanvullingen en correcties door de uitgevende instelling zullen per persbericht moeten plaatsvinden. Wanneer het informatie van een zekere materialiteit betreft, zal de uitgevende instelling veelal verplicht zijn deze als

29 R.o. 4.12.

30 Zie (tekst bij) noot 23 en 24 van dit hoofdstuk.

31 Zie over het aanvullend prospectus en de civielrechtelijke 'doorwerking' daarvan par. 12.5. Aan aanvullende of corrigerende mededelingen die *niet* de wettelijk voorgeschreven weg van het aanvullend prospectus volgen, zal de uitgevende instelling m.i. moeilijker 'civiel effect' kunnen ontlenen. Ook kan het bewijs dat de aanvullende mededelingen alle beleggers bereikt hebben op problemen stuiten.

32 De zogeheten 'nawerking' van het prospectus, zie par. 12.2 (tekst bij) noot 21.

voorwetenschap (koersgevoelige informatie) naar buiten te brengen ex art. 17 Verordening Marktmissbruik.³³

Private placement memoranda, brochures en andere geschriften die worden uitgebracht bij plaatsingen waarvoor de prospectusplicht van art. 5:2 Wft niet geldt, dienen naar mijn mening tot het moment van afsluiting van de plaatsing met rechtsgevolg te kunnen worden aangevuld of gecorrigeerd door het doen van een aanvullende (schriftelijke) mededeling aan alle beleggers die hebben ingeschreven. Deze beleggers dienen vervolgens een redelijke termijn te krijgen om hun inschrijving ongedaan te maken. Analoog aan art. 5:23 lid 6 Wft zou kunnen worden gedacht aan een termijn van twee werkdagen na het doen van de aanvullende mededeling.

12.4 Reclamevoorschriften (art. 5:20 Wft)

Emissiegerelateerde mededelingen buiten het prospectus worden door het effectenrecht publiekrechtelijk geregeld in artikel 5:20 Wft. Deze bepaling implementeert art. 15 Prospectusrichtlijn, dat ziet op reclame-uitingen inzake de openbare aanbidding of toelating tot de handel op een gereguleerde markt van effecten. Maakt een onderneming louter reclame voor haar product en niet voor (een aanbidding of toelating van) haar effecten, dan valt dit niet onder het toepassingsbereik van art. 5:20 Wft.

Op grond van art. 5:20 lid 1(b) Wft moeten reclame-uitingen betreffende de aanbidding of toelating tot de handel op een gereguleerde markt van effecten ‘als reclame-uiting herkenbaar’ zijn. In de praktijk wordt hieraan voldaan door te vermelden dat het om een ‘advertentie’ gaat. Bij prospectusplichtige aanbiedingen blijft uiteraard het prospectus het belangrijkste en meest substantiële stuk informatie voor de belegger. Daarom bepaalt art. 5:20 lid 1(a) Wft dat een reclame-uiting dient te vermelden dat een prospectus algemeen verkrijgbaar is of algemeen verkrijgbaar wordt gesteld en waar het prospectus te verkrijgen is. Hierdoor zou de indruk kunnen worden gewekt dat het belang van het betrachten van nauwkeurigheid in reclame beperkt is, omdat het prospectus prevaleert. Zulks ten onrechte, omdat ingevolge art. 5:20 lid 1(b) Wft een reclame-uiting in overeenstemming moet zijn met de informatie die in het prospectus *is of wordt* opgenomen. Uit de geursiveerde woorden blijkt dat dit conformiteitsvereiste geldt voor zowel reclame-uitingen vóór als na publicatie van het prospectus.³⁴

Spiegelbeeldig wordt in het prospectus zelf vaak een poging gedaan om het belang van mededelingen buiten het prospectus, inclusief reclame-uitingen, te bagatelliseren door te vermelden (kort gezegd) dat de belegger uitsluitend op het prospectus mag afgaan en dat niemand geautoriseerd is om informatie buiten het prospectus om te verstrekken.³⁵ In het World Online-arrest heeft de Hoge Raad het effect van een dergelijke disclaimer in verregaande mate teniet gedaan met de volgende overweging:

33 Verordening (EU) 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 inzake marktmissbruik (*PbEU* 2016 L 173/1), in werking getreden op 3 juli 2016.

34 In die zin Groene Serie Toezicht Financiële Markten, art. 5:20, aantek. 6 (W.J. Horsten).

35 Zie bijv. (voorlopig) ipo-prospectus d.d. 3/16 maart 2000 van World Online, p. 3; ipo-prospectus van Delta Lloyd d.d. 19 oktober 2009, p. 52.

‘Evenmin kan de uitgevende instelling dan met succes een beroep doen op een clause in het prospectus waarin de potentiële belegger gewaarschuwd wordt om niet af te gaan op andere informatie dan in het prospectus is vermeld. Van algemene bekendheid is immers dat potentiële beleggers niet altijd (uitsluitend) de informatie die in het prospectus is vermeld zullen raadplegen; met dat gegeven moet een uitgevende instelling derhalve rekening houden bij het doen van mededelingen buiten het prospectus. Daarbij komt dat een clause als zojuist bedoeld de uitgevende instelling niet ontslaat van haar verplichting zich te onthouden van het doen van mededelingen die misleidend zijn of niet stroken met hetgeen in het prospectus is vermeld, of die anderszins een onjuiste indruk wekken aangaande de situatie waarin haar onderneming verkeert of naar verwachting zal komen te verkeren.’³⁶

Art. 5:20 Wft stelt ook enkele inhoudelijke eisen aan reclame-uitingen. Op grond van art. 5:20 lid 1(b) Wft – dat de implementatie vormt van art. 15 lid 3 Prospectusrichtlijn 2003/71 – dient de uitgevende instelling ervoor zorg te dragen dat een reclame-uiting ‘informatie bevat die niet onjuist of misleidend is en in overeenstemming is met de informatie die in het prospectus is of wordt opgenomen’. Volgens A-G Timmerman is deze bepaling in het licht van art. 6:194-196 BW ‘gedeeltelijk ten overvloede’.³⁷ Grundmann-van de Krol ziet als reden van implementatie in de Wft het feit dat uit de Prospectusrichtlijn voortvloeit dat de AFM tegen niet-naleving van de reclamevoorschriften dient te kunnen optreden. Zij neemt aan dat de AFM bij de uitoefening van het toezicht rekening zal houden met jurisprudentie die ontwikkeld is in het kader van art. 6:193c/194 BW.³⁸ Na inwerkingtreding van de Wet OHP op 15 oktober 2008 kan de AFM op grond van art. 8.8 Whc bestuursrechtelijk optreden tegen *alle* oneerlijke handelspraktijken. Een specifieke anti-misleidingsnorm voor reclame in het kader van aanbiedingen van effecten, zoals opgenomen in art. 5:20 lid 1(b) Wft, is daardoor strict genomen overbodig geworden als basis voor handhavend optreden door de AFM ter bescherming van consument-beleggers. Voor de bescherming van bedrijfsmatig handelende beleggers blijft de bepaling haar waarde behouden. Bestuursrechtelijke handhaving van art. 6:194 BW wordt immers door de Whc niet mogelijk gemaakt.

Door te bepalen dat reclame-uitingen niet onjuist of misleidend mogen zijn wijken art. 15 lid 3 Prospectusrichtlijn en art. 5:20 lid 1(b) Wft af van de systematiek van de art. 6:193a/194 e.v. BW. Deze bepalingen gaan er immers van uit dat een mededeling misleidend kan zijn door onjuistheid dan wel door onvolledigheid. Uit de parlementaire geschiedenis kan nog een derde categorie worden gedistilleerd, te weten mededelingen die misleidend zijn door een verwarrende wijze van inkleding of presentatie. In de afdelingen 6.3.3A en 6.3.4 BW is misleiding dus het overkoepelende begrip, dat uiteenvalt in twee à drie subcategorieën.³⁹ Daarentegen maken art. 15 lid 3 Prospectusrichtlijn en art. 5:20 lid 1 (b) Wft de begrippen misleiding en onjuistheid nevensgeschikt aan elkaar en wordt misleiding door onvolledigheid niet vermeld. Het is aannemelijk dat de ratio daarvan

36 World Online arrest Hoge Raad, r.o. 4.25.3.

37 Conclusie A-G Timmerman bij World Online arrest, sub 4.7.3.9.

38 Grundmann-van de Krol 2012, p. 180, waar zij erop wijst dat art. 21 lid 1 Prospectusrichtlijn de lidstaten verplicht tot het aanwijzen van een centrale bevoegde autoriteit ‘die verantwoordelijk is voor (...) het zeker stellen dat de ter uitvoering van deze richtlijn vastgestelde bepalingen worden toegepast’.

39 Een en ander is uitvoerig behandeld in par. 7.2.

is, dat een reclame-uiting in vergelijking met het prospectus per definitie onvolledig is en daarom niet op volledigheidaspecten dient te worden beoordeeld. Het recente voorstel van ESMA om toch bepaalde volledigheidseisen aan reclame-uitingen te stellen druist tegen deze ratio in en dient naar mijn mening niet te worden opgevolgd.⁴⁰

Op zichzelf is het voor de belegger mogelijk om degenen die misleidende mededelingen buiten het prospectus doen aansprakelijk te stellen op grond van art. 6:162 BW jo. art. 5:20 lid 1(b) Wft. Aan de hand van art. 1:23 Wft kan worden betoogd dat aan het relativiteitsvereiste is voldaan.⁴¹ Voor de hand liggend is een dergelijke route niet. Met name de Wet oneerlijke handelspraktijken biedt met zijn tamelijk gedetailleerde regeling van de misleidende omissie in art. 6:193d jo. 193f BW aan de (particuliere) belegger meer handvatten om te ageren wanneer hij schade heeft geleden als gevolg van *onvolledige* informatie. Tevens verliest de belegger, door te kiezen voor een actie ex art. 6:162 BW jo. art. 5:20 Wft, het voordeel van de bewijslastomkering waarin art. 6:193j/195 BW voorziet.

12.5 Aanvullend prospectus (art. 5:20 lid 3 en 5:23 Wft)

Mededelingen buiten het prospectus door of namens de uitgevende instelling kunnen essentiële informatie bevatten. De bestuursvoorzitter kan bijvoorbeeld belangrijke informatie betreffende de financiële positie van de uitgevende instelling al dan niet bewust noemen in een interview of in een bijeenkomst met investeerders. Mocht deze essentiële informatie ten onrechte geen deel uitmaken van het (reeds goedgekeurde en gepubliceerde) prospectus, dan dient reparatie van deze omissie nog tijdens de inschrijvingsperiode plaats te vinden door het uitbrengen van een aanvullend prospectus. De uitgevende instelling is hiertoe verplicht op grond van de art. 5:20 lid 3 en 5:23 Wft. Gedurende twee werkdagen na publicatie van het aanvullend prospectus hebben beleggers die reeds op de effecten hebben ingeschreven het recht om een reeds gesloten koopovereenkomst te ontbinden of hun aanbod te herroepen.⁴²

Omdat de omissie al tijdens de inschrijvingsperiode, dus nog vóór aanvang van de beurshandel, aan het licht is gekomen en dus in de emissieprijs kan worden verdisconteerd, kan deze in een later stadium in beginsel geen koersschade meer veroorzaken. Bovendien heeft de belegger, na reparatie door het aanvullend prospectus, zijn beleggingsbeslissing uiteindelijk genomen op basis van een inmiddels gerepareerd, niet langer misleidend prospectus. Dit volgt allereerst uit art. 5:23 lid 3 Wft, dat bepaalt dat het aanvullend prospectus na goedkeuring door de AFM deel uitmaakt van het oorspronkelijke prospectus. Civielrechtelijk zou

40 Op 25 september 2014 heeft ESMA een consultation paper gepubliceerd met een eerste concept-verordening die 'regulatory technical standards' voor (o.m.) advertenties bevat (ESMA/2014/1186, zie <http://www.esma.europa.eu>). Art. 13 lid 1(3) van deze concept-verordening bepaalt dat advertenties en andere mededelingen buiten het prospectus 'shall not omit information contained in the prospectus, if such omission could cause the information disclosed (...) to be misleading'. Het benadrukt van volledigheidaspecten bij de beoordeling van advertenties is m.i. in strijd met de letter en de geest van art. 15 lid 3 Prospectusrichtlijn. Daarnaast creëert de benadering van ESMA een 'moral hazard' aan de kant van de belegger, omdat zij afbreuk doet aan diens besef dat het te allen tijde aan te raden is om kennis te nemen van (althans de samenvatting van) het prospectus.

41 Vergelijk par. 8.2, waar eenzelfde alternatieve 'Wft-route' – te weten aansprakelijkheid ex art. 6:162 BW jo. art. 5:13 Wft – wordt ontwaard voor misleiding in het prospectus zelf.

42 Art. 5:23 lid 6 Wft.

men hieraan de betekenis kunnen geven, dat het misleidend karakter van het oorspronkelijke prospectus alsnog – ‘met terugwerkende kracht’ – wordt weggenomen. Op de tweede plaats kan het besluit van de belegger om geen gebruik te maken van zijn wettelijke ontbindings- of herroepingsrecht worden aangemerkt als een nieuwe beleggingsbeslissing. Het feit dat de belegger de effecten nog steeds bezit is niet meer uitsluitend gestoeld op zijn aanvankelijke beslissing om op de effecten in te schrijven, maar ook op de latere beslissing om zijn inschrijving niet ongedaan te maken.

Uit een en ander volgt dat de reguliere gang van zaken rond het uitbrengen van een aanvullend prospectus in beginsel niet tot claims van beleggers zou moeten leiden, immers (1) het (aanvankelijk misleidende) prospectus is tijdig gerepareerd; (2) koersschade is daardoor in beginsel niet denkbaar; (3) er is onvoldoende causaal verband tussen het (oorspronkelijk misleidende) prospectus en de beleggingsbeslissing, want deze is uiteindelijk mede genomen op basis van het aanvullend prospectus. Het voorgaande sluit uiteraard niet uit dat het prospectus nog andere misleidende elementen kan bevatten die niet vóór aanvang van de beurshandel aan het licht komen en dus ook niet tijdig worden gerepareerd door middel van een aanvullend prospectus. Dergelijke elementen kunnen in een later stadium, na aanvang van de handel ter beurse, alsnog aan het licht komen en tot koersschade, gevolgd door claims van beleggers leiden.

12.6 Zorg-/correctieplicht van de uitgevende instelling

In het voorgaande werd op grond van het World Online-arrest geconstateerd dat mededelingen die (1) door of namens de uitgevende instelling worden gedaan in de periode rondom dan wel ter gelegenheid van de emissie (temporeel verband) en (2) informatie bevatten over de uitgevende instelling die van belang kan zijn voor de aankoopbeslissing van de belegger (inhoudelijk verband) onder het toepassingsbereik van art. 6:193a/194 BW vallen. Denkbaar is, dat de uitgevende instelling mededelingen doet die *niet* in voldoende verband staan met de beursgang zelf, maar die *wel* gedaan worden in de periode rondom de beursgang en betrekking hebben op de onderneming van de uitgevende instelling. Het kan dan met name gaan om meer algemene berichtgeving waarin positieve ontwikkelingen met betrekking tot de uitgevende instelling worden gemeld. Ten aanzien van dergelijke mededelingen moet de uitgevende instelling de in het maatschappelijk verkeer betamelijke zorgvuldigheid in acht nemen jegens beleggers. Dat brengt onder meer mee dat dergelijke mededelingen moeten stroken met de inhoud van het prospectus en geen onjuiste indruk of ongefundeerde verwachtingen mogen wekken.⁴³

Wanneer bij het beleggend publiek, ondanks het feit dat het prospectus juist en volledig is, toch een onjuist beeld, verwarring of onduidelijkheid heerst omtrent een onderwerp dat voor de beleggingsbeslissing van belang is, heeft de uitgevende instelling in beginsel niet de verplichting om dit door een persbericht of anderszins te corrigeren. Het uitgangspunt is, dat de uitgevende instelling kan volstaan met het uitbrengen van het wettelijk voorgeschreven prospectus. Zij

43 World Online-arrest van de Hoge Raad, r.o. 4.25.2.

hoeft dus in beginsel ook niet te reageren op berichten in de media waaruit een onjuist beeld dan wel verwarring of onduidelijkheid over een relevant onderwerp blijkt. Deze regel lijdt echter uitzondering in een tweetal situaties. Wanneer de verwarring of onduidelijkheid bij beleggers in het leven is geroepen door mededelingen van of namens de uitgevende instelling zelf, rust op haar een ‘uit het ongeschreven recht voortvloeiende verplichting’ om een en ander door middel van een publieke mededeling in aanvulling op het prospectus op te helderen. Voorts ‘is niet geheel uitgesloten’ dat een dergelijke ophelderingsevereenkomst op de uitgevende instelling rust wanneer de ontstane verwarring een onderwerp betreft dat voor de beleggingsbeslissing van aanmerkelijk belang is, ook al kan het ontstaan van de verwarring niet aan de uitgevende instelling worden toegerekend.⁴⁴ World Online had naar het oordeel van de Hoge Raad dan ook opheldering behoren te geven over het aandelenbezit van haar bestuursvoorzitter. Deze heeft hierover door het maken van versluierde opmerkingen ten overstaan van de pers verwarring gecreëerd, welke aan World Online als uitgevende instelling kan worden toegerekend. Door hierover geen duidelijkheid te scheppen heeft World Online onzorgvuldig jegens beleggers gehandeld.⁴⁵

12.7 Zorg-/correctieplicht van de lead manager

Mededelingen die door of namens de uitgevende instelling buiten het prospectus worden gedaan gelden niet als mededelingen van de bank die de emissie als lead manager begeleidt. Eventuele aansprakelijkheid van de lead manager voor dergelijke mededelingen kan dan ook uitsluitend gegrond worden op art. 6:162 BW en niet op art. 6:193a/194 BW.

De maatschappelijke functie van een bank brengt een bijzondere zorgplicht met zich ten opzichte van derden met wier belangen zij rekening behoort te houden. De invulling van deze zorgplicht hangt af van de omstandigheden van het geval. Tot die omstandigheden behoort in het bijzonder dat een bank als lead manager een emissie begeleidt en leiding geeft aan het bankensyndicaat. Op haar rust als syndicaatsleider de gehoudenheid om, voor zover dat binnen haar invloedssfeer ligt, te voorkomen dat bij potentiële beleggers een onjuist beeld van de uitgevende instelling ontstaat.

Evenals de uitgevende instelling zelf mag ook de lead manager in beginsel volstaan met het uitbrengen van het wettelijk voorgeschreven prospectus waarin juiste en volledige informatie is opgenomen die nodig is om de belegger in staat te stellen een verantwoorde beleggingsbeslissing te nemen. De syndicaatsleider hoeft in beginsel niet te reageren op berichten in de media waaruit blijkt dat een onjuist beeld of verwarring over een relevant onderwerp bestaat. Ook hier kent de regel in twee gevallen een uitzondering, te weten wanneer de verwarring door toedoen van de uitgevende instelling zelf is ontstaan dan wel wanneer het een onderwerp betreft dat voor de beleggingsbeslissing van aanmerkelijk belang is.⁴⁶ Het zal van de verdere omstandigheden afhangen of de zorgvuldigheidsverplichting

44 World Online-arrest van de Hoge Raad, r.o. 4.25.4.

45 World Online-arrest van de Hoge Raad, r.o. 4.26.2.

46 Dergelijke uitzonderingen gelden ook voor de correctieplicht van de uitgevende instelling zelf, zie hierboven par. 12.6.

ting van de lead manager in dergelijke gevallen voorschrijft dat hij een openbare mededeling uitbrengt om aan het onjuiste beeld of de verwarring in de markt een einde te maken.⁴⁷ ABN AMRO en Goldman Sachs hebben als lead managers het onjuiste beeld dat door de uitlatingen van Brink als bestuursvoorzitter van World Online, onder meer tijdens een persconferentie, is ontstaan omtrent haar aandelenbezit niet gecorrigeerd. Zij zijn daardoor tekortgeschoten in de nakoming van de op hen jegens de beleggers rustende zorgplicht.⁴⁸

47 Zie voor dit alles het World Online-arrest van de Hoge Raad, r.o. 4.31.1-2.

48 World Online arrest van de Hoge Raad, r.o. 4.32.2.

13.1 Inleiding

Dit hoofdstuk richt het vizier op de diverse partijen die betrokken zijn bij het voorbereiden van een emissie of beursgang. Deze partijen hebben in meerdere of mindere mate te maken met de voorbereiding en publicatie van het prospectus. In sommige gevallen doen zij mededelingen buiten het prospectus die betrekking hebben op de voorgenomen emissie. Nagegaan zal worden of en in welke mate deze partijen aansprakelijkheidsrisico's lopen.

Een prealabele vraag is, in hoeverre verantwoordelijkheid van een partij voor (onderdelen van) het prospectus in de zin van art. 6(1) Prospectusrichtlijn van invloed kan zijn op diens aansprakelijkheid. Beleggers kunnen tegenover verantwoordelijken voor het prospectus immers uit hoofde van art. 6(2) Prospectusrichtlijn aanspraak maken op effectieve rechtsbescherming. Deze kwestie zal aan de orde komen in par. 13.2, waarbij voor de invulling van het verantwoordelijkheidsbegrip inspiratie zal worden gezocht in het Amerikaanse recht.

In de paragrafen 13.3 en 13.4 worden de kernbegrippen 'openbaar maken van een mededeling' (art. 6:194 BW) en 'verrichten van een handelspraktijk door een handelaar' (art. 6:193a BW) geanalyseerd. Mocht de aangesprokene niet kwalificeren als 'openbaarmaker' van misleidende mededelingen dan wel als 'verrichter' van een misleidende handelspraktijk, dan resteert de belegger geen andere mogelijkheid dan terug te vallen op de algemene regeling van art. 6:162 BW als grondslag voor zijn vordering. In par. 13.5 zal hierbij een kanttekening worden geplaatst.

Tenslotte wordt in par. 13.6 de focus gericht op de diverse partijen die in een kapitaalmarkttransactie figureren: de uitgevende instelling en de lead manager (par. 13.6.1), de overige leden van het emissiesyndicaat (co-managers) (par. 13.6.2), de listing agent die de noteringsaanvraag bij de beurs indient (par. 13.6.3), zittende aandeelhouders die in het kader van de transactie een deel van hun aandelen verkopen (par. 13.6.4), experts waarvan de uitgevende instelling zich bedient in het bijzonder de accountant (par. 13.6.5) en de advocaat (par. 13.6.6), de effectenbeurs waaraan notering van de aandelen plaatsvindt (par. 13.6.7), de bevoegde toezichthouder die het prospectus goedkeurt (par. 13.6.8) alsmede analisten (par. 13.6.9) en rating agencies (par. 13.6.10) die hun licht over de uitgevende instelling en de te plaatsen effecten laten schijnen. Ten aanzien van elk van deze partijen zal worden nagegaan in hoeverre deze

hetzij als handelaar een handelspraktijk verricht (art. 6:193a BW) hetzij een mededeling openbaar maakt en inhoudsbepaler van die mededeling is (art. 6:194-195 BW). Is dit het geval, dan zouden beleggers in een eventuele aansprakelijkheidsprocedure het voordeel van de dubbele bewijslastomkering ten aanzien van het misleidend karakter van mededelingen en de toerekenbaarheid, zoals voorzien in art. 6:193j/195 BW, genieten. Mocht de bijzondere regeling niet van toepassing zijn, dan dient gezien te worden of de belegger kan terugvallen op de algemene regeling van art. 6:162 BW.

De positie van effectenhandelaren, vermogensbeheerders en andere partijen die voor verdere verspreiding van de effecten op de secundaire markt zorgdragen – en zich in dat kader vaak van het prospectus bedienen – komt niet aan de orde. Dit hoofdstuk beperkt zich tot partijen die een rol spelen in het kader van de primaire markttransactie. Evenmin wordt aandacht besteed aan de positie van partijen die een rol spelen in andersoortige kapitaalmarkttransacties, zoals de bank die een fairness opinion afgeeft in het kader van een openbaar bod op effecten. Aansprakelijkheid van de bank ex art. 6:194 BW in gevallen waarin de fairness opinion onjuist blijkt te zijn wordt belicht door Van Dijk in een oudere publicatie.¹

Mogelijke (prospectus)aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen van de uitgevende instelling wordt sterk ingekleurd door het vennootschapsrecht en de inmiddels rijkelijk voorradige jurisprudentie inzake bestuurdersaansprakelijkheid. Dit rechtvaardigt dat aan hun positie een apart hoofdstuk wordt gewijd.²

13.2 Inhoudelijke bemoeienis, verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid. Een uitstapje naar Amerikaans recht.

Eerder werd melding gemaakt van een Europees spanningsveld tussen enerzijds een formele en anderzijds een inhoudelijke invulling van de prospectusverantwoordelijkheid. Geconstateerd werd dat de kapitaalmarktpraktijk overwegend een formeel spoor bewandelt door de uitgevende instelling in het prospectus als enige verantwoordelijke op te voeren. Het Europese Hof heeft daarentegen in het *Ntinionik en Pikoulas* arrest ruimte geboden om ook de ruimere kring van hen die inhoudelijke bemoeienis met het prospectus hebben gehad, verantwoordelijk te houden.³ Deze ruimere kring van betrokkenen passeert in dit hoofdstuk de revue.

In de Amerikaanse jurisprudentie is reeds enkele decennia sprake van een aanverwant spanningsveld. Dit betreft eveneens de potentiële aansprakelijkheid van andere partijen dan de uitgevende instelling zelf die bij de emissie betrokken zijn. Tot deze partijen behoren onder meer de lead manager, co-managers, accountants, advocaten, eventuele andere adviseurs van de uitgevende instelling en analisten. In hoeverre dient hun inhoudelijke betrokkenheid bij de voorbereiding en het opstellen van het prospectus tot aansprakelijkheid te leiden?

1 Van Dijk 1998.

2 Te weten hoofdstuk 14.

3 Zie par. 5.5.5.3 sub c en 5.5.5.4.

De regel die een belangrijke basis vormt voor prospectusaansprakelijkheid onder het Amerikaanse federale recht is Rule 10b-5 van de US Securities and Exchange Commission (SEC), welke als volgt luidt:

‘It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.’⁴

Met name onderdeel (b) is in deze van belang. In de Amerikaanse jurisprudentie is de vraag aan de orde of de eerder genoemde partijen ‘makers’ van een misleidende verklaring in het prospectus zijn onder Rule 10b-5 en als ‘primary actors’ kunnen gelden. Slechts primary actors kunnen onder Rule 10b-5 civielrechtelijk worden aangesproken.⁵

Op deze materie is ingegaan door Meerburg in zijn preadvies voor de Nederlandse Juristen Vereniging. Hij wijst op het bestaan van twee scholen in de Amerikaanse jurisprudentie: een stroming die voor het aannemen van aansprakelijkheid een ‘bright line test’ wil aanleggen en een stroming die een ‘substantial participation test’ voorstaat. Wanneer de bright line test wordt toegepast om te bepalen of iemand kan worden aangesproken onder Rule 10b-5, is de vraag aan de orde of de betreffende verklaring waarop de belegger is afgegaan duidelijk identificeerbaar afkomstig is van die partij. Heeft de betreffende partij zijn naam aan de verklaring verbonden en kan de verklaring als zijn eigen verklaring gelden? Meerburg geeft enkele voorbeelden uit de Amerikaanse jurisprudentie, waarin met toepassing van de bright line test aansprakelijkheid van advocaten en accountants wordt afgewezen. De bright line test leidt niet tot aansprakelijkheid van deze zogenaamde ‘secondary actors’.⁶

Aansprakelijkheid van secondary actors is eerder aan de orde bij toepassing van de substantial participation test (ook wel “substantial involvement test” of “significant role test” genoemd). Daarbij gaat het om de vraag of iemand een belangrijke rol heeft gespeeld bij het opstellen van informatie, in dit geval een prospectus. Luidt het antwoord daarop bevestigend, dan kan hij daarvoor als primary actor aansprakelijk worden gesteld onder Rule 10b-5, ook al is voor beleggers niet kenbaar dat de informatie van hem afkomstig is. Het substantieel bijdragen aan het opstellen van het prospectus kan tot aansprakelijkheid leiden, ook al heeft de opsteller het document niet openbaar gemaakt en is het niet kenbaar als verklaring van hem afkomstig. Het toepassen van de substantial participation test vindt soms plaats uit (politieke) overwegingen van beleggersbescherming.⁷

4 SEC Rule 10b-5, 17 Code of Federal Regulations (C.F.R.) 240.10b-5, gecodificeerd op grond van de bevoegdheid van de SEC onder par. 10b van de Securities Exchange Act 1934. De regel werd in 1942 binnen enkele dagen door de SEC ingevoerd n.a.v. een specifiek geval van insider trading en is sindsdien ongewijzigd gebleven.

5 De uitgevende instelling zelf geldt in ieder geval als primary actor. Misleidende mededelingen van haarzelf vallen zonder meer onder het verbod van Rule 10b-5.

6 Zie voor dit alles Meerburg 2004, p. 153-154.

7 Zie Meerburg 2004, p. 155-156, eveneens met verwijzing naar lagere Amerikaanse jurisprudentie.

Meerburg constateert dat niet duidelijk is of, bij gebreke van een uitspraak van de US Supreme Court, de bright line doctrine dan wel de substantial participation doctrine de heersende leer is van de Amerikaanse federale rechter.⁸ Enkele jaren na het preadvies van Meerburg moest de US Supreme Court zich in de zaak *Janus Capital Group, Inc. vs. First Derivative Traders* uitspreken over de vraag of misleidende informatie die was voorbereid door de administrateur/adviseur van een investeringsfonds en door het fonds was opgenomen in zijn prospectus, tot aansprakelijkheid van de administrateur/adviseur jegens beleggers leidt. De Supreme Court beantwoordt de vraag ontkennend en wijst de vordering af, overwegende dat ondanks het feit dat de administrateur/adviseur in substantiële mate betrokken was bij het voorbereiden van het prospectus, de betreffende verklaringen niet als zijn eigen verklaringen (maar als die van het fonds) hebben te gelden. De bijdrage van de administrateur/adviseur aan het prospectus was onderworpen aan de “ultimate control” van het fonds. Deze in de lagere rechtspraak en literatuur bekritiseerde uitspraak lijkt een (voorlopige) bevestiging van de bright line test te zijn.⁹

Voorzichtigheid is geboden bij het maken van vergelijkingen tussen de Amerikaanse en de Europese leer betreffende de vraag welke de kring van personen is die in aanmerking komen als potentieel aansprakelijken voor een misleidend prospectus. De Amerikaanse Rule 10b-5, die uitgaat van het begrip ‘maker of a statement’ is immers afwijkend gestructureerd van art. 6 Prospectusrichtlijn. Laatstgenoemde bepaling laat zich uit in termen van ‘verantwoordelijkheid’ voor het prospectus en verwijst voor mogelijke aansprakelijkheid naar het nationale recht van de lidstaten. Maar heel voorzichtig zou gesteld kunnen worden dat het Europese Hof, door in zijn *Ntinionik en Pikoulas* uitspraak ruimte te laten voor het verantwoordelijk houden van degenen die inhoudelijke bemoeienis bij het opstellen van het prospectus hebben gehad, in de richting van de Amerikaanse ‘substantial participation test’ neigt. Het Hof dient daarmee het belang van beleggersbescherming. Daarentegen heeft de Amerikaanse Supreme Court, door in zijn uitspraak inzake *Janus Capital* de ‘bright line test’ te onderschrijven, aan het instellen van claims door beleggers tegen indirect betrokken partijen een zekere grens gesteld. Een al te uitbundige claimcultuur op de financiële markten wordt daardoor ingeperkt. Tegen de achtergrond van de reeds bestaande claimcultuur op de Amerikaanse financiële markten is deze uitspraak van de Supreme Court begrijpelijk.

13.3 Openbaar (laten) maken van een mededeling

13.3.1 *Openbaar maken*

De wetgever gaat uit van een ruim openbaarmakingsbegrip. Dit uit zich in de eerste plaats in het feit dat voor openbaarmaking voldoende is dat het publiek van

8 Meerburg 2004, p. 157.

9 US Supreme Court 13 juni 2011, 131 S.Ct. 2296 (*Janus Capital Group, Inc. vs. First Derivative Traders*).

de mededeling kennis kan nemen. Niet nodig is dat een of meer gegadigden er daadwerkelijk kennis van hebben genomen.¹⁰

Uitgaande van deze ruime opvatting van de wetgever is in de loop der tijd het processuele debat over de vraag of sprake is van openbaarmaking diverse malen in het voordeel van de belegger beslecht. Zo kan verspreiding van gestandaardiseerde (dus niet ‘persoonsgerichte’) mededelingen in beperkte kring nog steeds openbaarmaking inhouden. De Hoge Raad nam dit aan in het geval van een private placement memorandum dat door MeesPierson aan geselecteerde vermogende beleggers ter hand was gesteld.¹¹ Ook wordt geen ‘uitputtingsregel’ gehanteerd. Een reeds eerder gepubliceerde jaarrekening die in een prospectus wordt opgenomen, wordt daardoor (opnieuw) openbaar gemaakt in de zin van art. 6:194 BW.¹²

Meer recent kwam de openbaarmakingsvraag aan de orde in de zaak Van Nieuwburg/TMF. Aan een beperkte groep participanten werden aandelen en appartementsrechten aangeboden tot deelneming in een te ontwikkelen resort in de Dominicaanse Republiek. In dat kader werden aan deze participanten, onder wie Van Nieuwburg, een prospectus en een ‘nieuwsbrief’ uitgereikt met informatie over het project, welke later misleidend blijkt te zijn. Van Nieuwburg c.s. vorderen schadevergoeding onder meer op grond van art. 6:194 BW, maar worden geconfronteerd met het verweer dat de genoemde informatiedocumenten niet zouden zijn openbaar gemaakt in de zin van die bepaling. Het Hof honoreert dit verweer, maar de Hoge Raad laat de betreffende cassatieklacht slagen:

‘Door te oordelen dat Van Nieuwburg c.s. hun stelling over openbaarmaking van het prospectus hadden moeten toelichten, heeft het hof klaarblijkelijk miskend dat aan openbaarmaking in de zin van genoemde bepaling een ruime strekking toekomt en dat reeds uit het onweersproken feit dat het in het geding bedoelde prospectus aan deelnemers aan het Project is uitgereikt, kan volgen dat van openbaarmaking sprake is geweest.’¹³

A-G Huydecoper wijst in zijn conclusie bij het arrest op een breed gedragen mening in de literatuur dat wervende mededelingen die aan meer dan één persoon worden gericht en ter kennis kunnen komen, openbaar zijn gemaakt in de zin van art. 6:194 BW. Annotator Hijink kan zich vinden in het rechtsoordeel van de Hoge Raad.¹⁴ Het oordeel van de Hoge Raad impliceert eveneens dat de stelplecht van de belegger inzake openbaarmaking een lichte is. Stellen dat het prospectus aan meerdere personen is uitgereikt is voldoende, een nadere motivering daarvan is niet vereist.

Een tamelijk extreem standpunt wordt ingenomen door Verkade in de laatste druk van zijn monografie. Hij acht verdedigbaar dat het openbaarheidsvereiste al niet meer geldt sinds 1 oktober 1986, de uiterste implementatiedatum van Richt-

10 Kamerstukken II 1975-1976, 13 611, nr. 3, p. 9; Kamerstukken 1978-1979, 13 611, nr. 6, p. 20; Kamerstukken I 1979-1980, 13 611, nr. 12b, p. 3.

11 HR 8 mei 1998, NJ 1998, 888 m.nt. J.M.M. Maeijer en D.W.F. Verkade (Boterenbrood c.s./MeesPierson), r.o. 3.3. Het betreft overigens geen rechtsoordeel, maar (slechts) een veronderstelling van het Hof die in cassatie niet werd bestreden.

12 HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade (Coop), r.o. 4.1.

13 HR 17 december 2010, NJ 2011, 8; JOR 2011/53 m.nt. J.B.S. Hijink (Van Nieuwburg c.s./TMF Nederland), r.o. 4.2.

14 Conclusie A-G Huydecoper, nrs. 31-33; JOR-annotatie Hijink, nr. 9.

lijn 84/450 inzake misleidende reclame. Art. 2 sub 1 van die richtlijn bevat immers een definitie van reclame waarvan het openbaarheidsvereiste in het geheel geen deel uitmaakt. Het feit dat art. 6:194 BW slechts openbaar gemaakte misleidende mededelingen onrechtmatig verklaart betekent naar de mening van Verkade dan ook, dat in Nederland bij implementatie van de richtlijn een beperking is ingevoerd die beneden het minimumniveau ligt dat de richtlijn voorschrijft.¹⁵

13.3.2 Laten openbaar maken ('ketenaansprakelijkheid')

In de context van art. 6:194 BW kan men in het algemeen twee groepen onderscheiden die bij de openbaarmaking van een mededeling betrokken zijn: degenen van wie de mededeling uitgaat en deze 'laten openbaar maken'; en degenen die (in hun opdracht) de mededeling feitelijk openbaar maken. Onder deze laatste categorie vallen de media zoals kranten, posterijen, koeriers, radio en televisie en internetproviders. Verkade merkt over de relatie tussen 'openbaar maken' en 'laten openbaar maken' het volgende op:

'In dit opzicht bezigt art. 6:194 BW – naar de bedoeling van de wetgever welbewust – de term 'openbaar maken' in een specifieke, zeer letterlijke zin. Met 'openbaarmaker' is hier bedoeld op de uitgever van het medium, respectievelijk de omroeporganisatie die de reclameboodschap aan het publiek kenbaar maakt. Ook een drukwerkverspreider valt eronder. De adverteerder zelf is – in de terminologie van art. 6:194 BW – degene die de mededeling *laat openbaar maken*.¹⁶

Van Nispen en Geerts/Vollebregt drukken dit uit door te stellen dat 'het medium openbaar maakt en de opdrachtgever laat openbaar maken'.¹⁷

In de systematiek van art. 6:194 BW wordt het specifieke, technisch getinte begrip 'openbaar maken' genuanceerd en uitgebreid door de werking van het 'laten openbaar maken'. Daardoor kan ook degene van wie de mededeling inhoudelijk uitgaat onder de bepaling worden aangesproken. Alle bij de openbaarmaking betrokken partijen vallen in beginsel onder art. 6:194 BW en handelen derhalve onrechtmatig ingeval de openbaar gemaakte mededeling misleidend is. Volgens Verkade is met dit systeem door de wetgever welbewust, met het oog op een zo effectief mogelijke bestrijding van misleidende reclame, in een soort 'ketenaansprakelijkheid' voorzien.¹⁸

Het kan ook voorkomen dat een partij tot beide categorieën behoort, bijvoorbeeld de uitgevende instelling die een deel van de gedrukte prospectussen (via de lead manager) laat verspreiden door een koerier en een ander deel zelf aan beleggers ter hand stelt. Ten aanzien van deze door haarzelf uitgereikte prospectussen fungeert de uitgevende instelling als het ware zelf als 'medium'.

15 Verkade 2011, p. 22-23.

16 Verkade 2011, p. 26.

17 Aldus Van Nispen, Groene Serie Onrechtmatige Daad, afdeling 6.3.4, art. 6:194 BW, aant. 6; Geerts & Vollebregt 2009, p. 58. In deze studie wordt ter wille van de leesbaarheid de terminologie ten aanzien van openbaarmaking niet overal volledig consistent gehanteerd. Zo worden bijvoorbeeld de uitgevende instelling en de lead manager herhaaldelijk als openbaarmakers aangeduid, ook voor zover het betreft prospectussen die door hen in fysieke zin via een medium (bijv. een internetprovider of een koeriersdienst) verkrijgbaar worden gesteld. Deze paragraaf heeft als doel de materie meer exact te behandelen.

18 Verkade 2011, p. 26.

Ten aanzien van het medium, dat doorgaans niet verantwoordelijk is voor inhoudelijke controle van de mededelingen, is tegen dit systeem bezwaar gemaakt in de literatuur.¹⁹ Gevoelsmatig kan men er inderdaad bezwaar tegen hebben dat het handelen van een medium, waarvan geen enkele vorm van controle op de inhoud van de betreffende mededeling wordt verwacht, als onrechtmatig wordt bestempeld. Een en ander lost zich onder afdeling 6.3.4 BW op via het toerekenbaarheidsvereiste: omdat het medium geen bepaler van inhoud en inkleiding van de mededeling in de zin van art. 6:195 BW is, blijft de bewijslast ten aanzien van het misleidende karakter van de mededeling en de toerekenbaarheid in volle omvang op de schoulers van de eiser rusten. De dubbele bewijslastomkering van art. 6:195 BW blijft achterwege. Onder normale omstandigheden zal de eiser niet in staat zijn te bewijzen dat sprake is van toerekenbaarheid aan de kant van het medium en zal een vordering tot schadevergoeding tegen het medium stranden.

De internetprovider geniet als medium nog een tweede wettelijke bescherming. Hij is op grond van art. 6:196c BW niet aansprakelijk voor door hem opgeslagen of doorgegeven informatie, mits aan de in die bepaling gestelde voorwaarden is voldaan.²⁰ Verkade stelt dat art. 6:196c BW vanwege het maximaal harmoniserend karakter van E-commercerichtlijn 2000/31 derogeert aan art. 6:194 BW, behoudens de mogelijkheid – ingevolge lid 5 van art. 6:196c BW – van het verkrijgen van een rechterlijk verbod of bevel tegen de internetprovider.²¹ Een en ander is van belang voor het elektronische prospectus dat via het internet wordt verspreid.

Een punt van onduidelijkheid is, of ‘laten openbaar maken’ beperkt moet worden opgevat als het (actief) opdracht geven tot publicatie dan wel of ook het (passief) achterwege laten van verzet tegen publicatie eronder valt. In de laatst bedoelde, ruime uitleg zou ook het geven van (stilzwijgende) toestemming tot publicatie openbaarmaking inhouden. Volgens De Jong en van der Velden is de beperkte leer de heersende.²² Mogelijk is deze kwestie sinds de inwerkingtreding van de Wet OHP in een ander daglicht komen te staan. Zoals nog zal blijken, zijn de begrippen ‘handelaar’ en ‘handelspraktijk’ zoals gedefinieerd in art. 6:193a lid 1(b) en (d) BW zeer breed. Degene die ‘ten behoeve van’ een handelaar optreedt kwalificeert zelf ook als handelaar; onder ‘handelspraktijk’ valt onder meer ‘iedere handeling, omissie, gedraging, voorstelling van zaken of commerciële communicatie’.²³ Dit ruim geformuleerde begrippenarsenaal is er met het oog op een goede consumentenbescherming op gericht zoveel mogelijk situaties te omvatten. De Wet OHP heeft als gevolg hiervan een zeer breed toepassingsgebied. Ook het achterwege laten van verzet tegen publicatie moet mijns inziens geacht wor-

19 Verkade 2011, p. 27-28, noemt enkele oudere vindplaatsen, maar relateert tegelijkertijd deze (dogmatische) kritiek. Hij wijst erop dat de aansprakelijkheid ex art. 6:194 BW geen (volledige) risico-aansprakelijkheid is en dat voor het vaststellen van aansprakelijkheid voldaan moet zijn aan het toerekenbaarheidsvereiste van de onrechtmatige daad. Consumentenorganisaties en andere eisers hebben er dan ook van afgezien om media-exploitanten in rechte te betrekken.

20 Art. 6:196c BW is bij de Wet van 13 mei 2004 (Stb. 2004, 210; inwerkingtreding 30 juni 2004) aan het BW toegevoegd ter implementatie van de E-commercerichtlijn 2000/31/EG (*PbEG* 2000 L 178/1).

21 Verkade 2011, p. 28.

22 De Jong 2010, p. 22. Van der Velden 2003, p. 685-689, met enkele verwijzingen naar vindplaatsen in parlementaire geschiedenis en literatuur, die echter niet eenduidig in dezelfde richting wijzen.

23 Zie par. 13.4.

den binnen dit toepassingsgebied te vallen. Het wordt afgedekt door het element ‘omissie’ in de definitie van handelspraktijk. Tijdens de parlementaire behandeling zijn door kamerleden vragen gesteld over de beschermingsomvang van de Wet OHP in vergelijking tot die van de Wet MVR. De kern van het antwoord van de Minister luidt:

‘Bij de oneerlijke handelspraktijken is misleiding van de consument op een andere, maar meer uitvoerige wijze *uitgewerkt*. Wanneer een handelspraktijk misleidend is, is vastgelegd in de artikelen 6:193c tot en met 193g.²⁴ [curs. jpf]

De Wet OHP beoogt de consument meer houvast te bieden met een uitvoeriger *uitwerking* van misleiding, onder meer door de ‘zwarte lijst’ van misleidende handelspraktijken in art. 6:193g BW. Het verschil tussen de beide regelingen zit hem met name in de uitwerking, niet in de beschermingsomvang. Uitgangspunt is, dat deze onder de beide regelingen gelijk is.²⁵ Op basis van dit uitgangspunt lijkt verdedigbaar dat de ‘omissie’ van art. 6:193a lid 1(d) BW uitstralingseffecten heeft naar het ‘laten openbaar maken’ van art. 6:194 BW, in de zin dat daaronder mede het ‘achterwege laten’ van verzet tegen publicatie moet worden begrepen. Dit zou pleiten voor een ruime uitleg van ‘laten openbaar maken’. Een ruime uitleg past eveneens in het streven naar gelijke uitkomsten van, ofwel rechtseenheid tussen de Wet MVR en de Wet OHP.

Wanneer men deze ruime uitleg hanteert moet mijns inziens een grens worden getrokken bij situaties waarin degene van wie de mededeling uitgaat geen wetenschap heeft van de openbaarmaking daarvan door een ander. In dat geval kan ook in de ruime leer niet worden gesproken van ‘laten openbaar maken’ of van een ‘omissie’ in de zin van art. 6:193a lid 1(d) BW. Het ‘achterwege laten’ van verzet tegen publicatie c.q. de ‘omissie’ moet zijn gebaseerd op een wilsbesluit van degene van wie de mededeling uitgaat.

13.3.3 *Publicatiemethoden art. 5:21 Wft vs. openbaarmaking.*

Uit hoofde van art. 5:21 Wft moet het verplichte prospectus, dat is opgesteld in verband met de aanbieding van effecten aan het publiek of de toelating daarvan tot de handel op een gereguleerde markt, algemeen verkrijgbaar worden gesteld na goedkeuring door de AFM. Algemeen verkrijgbaarstelling vindt plaats binnen een redelijke termijn voorafgaand aan en uiterlijk bij aanvang van de aanbieding of toelating. In lid 3 van art. 5:21 Wft worden de publicatiemethoden opgesomd waaruit de uitgevende instelling en de lead manager moeten kiezen: (a) publicatie in een landelijk verspreid dagblad; (b) verspreiding van een drukwerk dat kosteloos verkregen kan worden ten kantore van de beurs of ten kantore van de uitgevende instelling en de lead manager; (c) plaatsing op de website van de uitgevende instelling of de lead manager; (d) plaatsing op de website van de beurs; (e) plaatsing op de website van de AFM (indien dit wordt gefaciliteerd). Sinds de implementatie per 1 juli 2012 van de Wijzigingsrichtlijn prospectus

24 Kamerstukken II 2006-2007, 30 928, nr. 8, p. 5.

25 De wetgever noemt als enige uitzondering het één-op-één verkoopgesprek, dat wel onder de Wet OHP maar (vanwege het openbaarheidsvereiste) niet onder de Wet MVR valt. Zie eveneens Kamerstukken II 2006-2007, 30 928, nr. 8, p. 5.

2010/73 is verkrijgbaarstelling van een elektronisch prospectus in alle gevallen verplicht, ongeacht het al dan niet uitgeven van een papieren versie. Hieraan is vormgegeven door aan de onderdelen (a) en (b) van art. 5:21 lid 3 Wft – welke betrekking hebben op het papieren prospectus – de voorwaarde toe te voegen dat het prospectus ook elektronisch wordt gepubliceerd op de website van de uitgevende instelling.

In alle gevallen gaat het om een concrete handeling, die valt onder het ruime openbaarmakingsbegrip van art. 6:194 BW. Alle methoden resulteren er immers in, dat het publiek van het prospectus kennis kan nemen. Tevens kwalificeert iedere in art. 5:21 Wft genoemde publicatiemethode als een handeling die valt onder het ruime begrip handelspraktijk.²⁶

In de praktijk is meestal sprake van een combinatie van verspreiding door middel van een drukwerk dat verkrijgbaar is ten kantore van de lead manager en de uitgevende instelling zelf (sub b) en plaatsing op de website van de uitgevende instelling (sub c) alsmede op die van Euronext Amsterdam als exploitant van de gereguleerde markt waarop toelating tot de handel plaatsvindt (sub d).

Wanneer een emissie van effecten niet gepaard gaat met aanbieding aan het publiek dan wel toelating tot de handel op een gereguleerde markt, wordt vaak volstaan met het drukken van een informatiedocument dat in fysieke vorm in beperkte kring beschikbaar wordt gesteld. In veel gevallen wordt gebruik gemaakt van de uitzondering op de prospectusplicht van art. 5:3 lid 1(b) Wft (aanbieding aan minder dan 150 personen in Nederland) of de uitzondering van art. 5:3 lid 1(a) Wft (aanbieding uitsluitend aan gekwalificeerde beleggers). Het informatiedocument wordt veelal aangeduid als private placement memorandum (ppm). Aan een dergelijk ppm wordt buiten de kring van gegadigden aan wie wordt aangeboden geen verdere publiciteit gegeven door advertenties, plaatsing op websites en dergelijke. Verdergaande publiciteit kan tot gevolg hebben dat de grenzen van de toepasselijke uitzondering op de prospectusplicht worden overschreden. Hoewel het ppm in beperkte kring beschikbaar wordt gesteld aan beleggers, kan toch worden gesproken van openbaar maken in de zin van art. 6:194 BW.²⁷ Onder het ruimere begrip handelspraktijk, dat geen openbaarheidsvereiste kent, valt de terbeschikkingstelling van een ppm zonder enige twijfel.

13.4 Verrichten van een handelspraktijk door een handelaar²⁸

13.4.1 'Handelaar' en handelen 'ten behoeve van'

Centraal in de Wet OHP staat de definitie van 'handelspraktijk', welke volgens art. 6:193a lid 1(d) BW luidt:

²⁶ Zie par. 13.4.2.

²⁷ Zie ook par. 13.3.1, met verwijzing naar HR 8 mei 1998, NJ 1998, 888 m.nt. J.M.M. Maeijer en D.W.F. Verkade (Boterenbrood e.s./MeesPierson).

²⁸ In par. 13.4 en 13.5 zijn delen verwerkt van J.P. Franx, (Prospectus) aansprakelijkheid van bestuurders bij beursgang en emissie, in het bijzonder onder de Wet oneerlijke handelspraktijken, Ondernemingsrecht 2014/112.

‘iedere handeling, omissie, gedraging, voorstelling van zaken of commerciële communicatie, met inbegrip van reclame en marketing, van een handelaar, die rechtstreeks verband houdt met de verkoopbevordering, verkoop of levering van een product aan consumenten’.

Van een handelspraktijk is derhalve alleen sprake als deze wordt verricht door een handelaar. Een ‘handelaar’ is in art. 6:193a lid 1(b) BW gedefinieerd als een

‘natuurlijk persoon of rechtspersoon die handelt in de uitoefening van een beroep of bedrijf of *degene die ten behoeve van hem handelt*’. [curs. jpf]

Uit deze opbouw volgt, dat de wetgever kennelijk als hoofdcategorie van handelaren beschouwt hen die met bepaalde handelingen, omissies of gedragingen hun eigen producten aan de man trachten te brengen. Deze handelaren treden op in het kader van hun eigen beroep of bedrijf. Daarnaast is er de categorie van hen die ‘ten behoeve van’ de hoofdcategorie handelen en daarmee op indirecte wijze zelf ook als handelaren kwalificeren. Zij houden zich bezig met verkoopbevordering van de producten van een ander.²⁹ Deze ‘ten behoeve van’ route kan de groep handelaren, en daarmee het toepassingsbereik van en de mogelijkheid van aansprakelijkstelling onder de Wet OHP, in potentie aanzienlijk doen uitdijen. Hoe breed moet het ‘ten behoeve van’ criterium van art. 6:193a lid 1(b) BW worden uitgelegd? De kwestie heeft meerdere pennen in beweging gebracht, met name waar het betreft mogelijke aansprakelijkheid van bestuurders van de uitgevende instelling onder de Wet OHP.³⁰

Kijkt men naar de totstandkomingsgeschiedenis van de Richtlijn OHP, dan valt op dat in het oorspronkelijke voorstel van de Commissie de definitie van ‘handelaar’ als volgt luidt:

‘verkoper of leverancier (hierna “handelaar”): een natuurlijke persoon of rechtspersoon die bij onder deze richtlijn vallende handelspraktijken handelt voor doeleinden die betrekking hebben op zijn bedrijfs- of beroepsactiviteit.’³¹

Een gelijkstelling met de handelaar van derden die te zijnen behoeve optreden maakt van deze definitie nog geen deel uit. De eerste aanzet daartoe is later gegeven door het Europees Parlement bij het indienen van een aantal amendementen. Voorgesteld wordt om onder ‘handelaar’ eveneens te verstaan:

‘de personen die, hetzij in eigen naam, hetzij in naam of voor rekening van een al dan niet rechtspersoonlijkheid bezittende derde, met of zonder winstoogmerk, een commerciële, financiële of industriële activiteit uitoefenen en die producten of diensten te koop aanbieden of verkopen.’³²

Dit amendement wordt als volgt toegelicht:

29 In sommige gevallen is verdedigbaar dat zij tegelijkertijd in de uitoefening van hun eigen beroep of bedrijf handelen. Zie bijv. de analyse van de positie van de lead manager in par. 13.6.1.

30 Zie bijv. De Jong 2011, p. 538; Timmerman 2013a, p. 660; Timmerman 2013b, p. 707; Lieverse & Sinninghe Damsté 2013, p. 682; Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 471; Arons 2012, p. 62; J.B.S. Hijink, noot bij Rb. Zwolle 27 juli 2011, JOR 2012/208 (Hogeboom c.s./Cash & Property), sub 9. Prospectusaansprakelijkheid van bestuurders zal worden behandeld in hoofdstuk 14.

31 COM (2003) 356 definitief, art. 2(c).

32 Verslag Europees Parlement na eerste lezing d.d. 18 maart 2004 (A5-0188/2004; PE 338.449), p. 13, amendement nr. 14.

‘Er moet voor gezorgd worden dat de bevordering van concurrentie door derden ook onder de bepalingen van de richtlijn valt, omdat in de praktijk steeds vaker *oneerlijke praktijken door derden worden bedreven die in opdracht* handelden van een verkoper of leverancier. Ook door de *gezamenlijke* activiteiten van talrijke ondernemingen (reclame, exploitatie, verzending) is vaak niet na te gaan wie er exact verantwoordelijk is voor de verstoring.’³³ [curs. jpf]

Vervolgens komt de Raad in zijn gemeenschappelijke standpunt op basis van genoemd amendement tot de tekst die ook de definitieve tekst van de richtlijn is geworden:

‘handelaar: een natuurlijke persoon of rechtspersoon die die handelspraktijken verricht die onder deze richtlijn vallen en die betrekking hebben op zijn bedrijfs- of beroepsactiviteit, alsook degene die in naam van of voor rekenschap van hem optreedt.’³⁴

‘Degene die in naam van of voor rekenschap van hem optreedt’ is door de Nederlandse wetgever omgezet in de formulering ‘degene die ten behoeve van hem handelt’, vermoedelijk om de terminologie gelijk te trekken met die van art. 6:194 BW. Interessant is de toelichting die de Raad geeft bij het overnemen van het amendement van het Europees Parlement:

‘Amendement 14 ((...): definitie van "verkoper of leverancier"): met het doel van het amendement is rekening gehouden bij de nieuwe formulering van punt b), waarbij in aanmerking genomen is dat aansprakelijkheid niet gereguleerd wordt in de onderhavige richtlijn.’³⁵ [curs. jpf]

Van dit laatste kijkt de Nederlandse jurist even op. Het draait in de Wet OHP toch allemaal om aansprakelijkheid? Jazeker, maar in de *Richtlijn OHP* geenszins. De kernbepaling van art. 5 lid 1 *Richtlijn OHP* luidt: ‘Oneerlijke handelspraktijken zijn verboden’. De wijze waarop de wetgever de richtlijn in zijn eigen nationale recht implementeert valt onder de regelingsvrijheid die het Europese recht aan de lidstaten laat, zolang maar het nuttig effect en het beschermingsniveau van de richtlijn worden gewaarborgd.³⁶ De Nederlandse wetgever heeft gekozen voor een gemengd stelsel, waarbij de normen van de *Richtlijn OHP* als speciesregeling van de onrechtmatige daad zijn verankerd in afdeling 6.3.3A BW en elders met publiekrechtelijke sancties zijn versterkt.³⁷ De wetgever had ook kunnen volstaan met een publiekrechtelijk verbod. Een en ander is van belang, omdat hierdoor duidelijk wordt dat uit de bewoordingen van de *Richtlijn OHP* geen conclusies voor het aansprakelijkheidsrecht mogen worden getrokken. De *Richtlijn OHP* regelt het aansprakelijkheidsrecht niet. De Raad lijkt in zijn toelichting te

33 Vindplaats: zie vorige noot.

34 Gemeenschappelijk standpunt van de Raad d.d. 15 november 2004 (*PbEU* 2005, C 38 E/1), art. 2(b). Art. 2 sub b van de Engelstalige versie van de *Richtlijn OHP* spreekt van ‘anyone acting in the name or on behalf of a trader’. Het gaat dus om handelen in naam of ten behoeve van. De vertaling ‘in naam of voor rekenschap van’ in de Nederlandse versie van de richtlijn is onnauwkeurig. In de Wet OHP keert slechts het bestanddeel ‘ten behoeve van’ terug, naar ik aanneem omdat de Nederlandse wetgever met het woord ‘rekenschap’ niets kon.

35 Ontwerp motivering van de Raad d.d. 29 oktober 2004 bij zijn gemeenschappelijk standpunt (2003/0134 (COD); 11630/04 ADD 1), p. 5.

36 De richtlijn voorziet immers in maximum harmonisatie, zoals het Europese Hof afleidt uit considerans (5) en (6) jo. art. 4 *Richtlijn OHP*. Zie HvJEG 23 april 2009, C-261/07 en C-299/07, NJ 2009, 373 m.nt. M.R. Mok (VTB/Total Belgium en Galatea/Sanoma Belgium).

37 Art. 8.8 Wet handhaving consumentenbescherming (Whc).

hebben voorzien dat de uitbreiding van het begrip ‘handelaar’ met derden die in zijn naam of voor zijn rekening handelen op dit punt wel eens tot misverstanden zou kunnen leiden. De Raad lijkt er daarom op te willen wijzen dat – voor het geval de Richtlijn OHP in het nationale aansprakelijkheidsrecht wordt omgezet – uit deze tekstuele aanpassing op zichzelf nog niet volgt dat derden die ‘in naam of voor rekenschap van’ een handelaar optreden gelijkelijk met hem aansprakelijk zijn. Richtlijnconforme interpretatie dwingt ertoe ook de in het Nederlandse recht geïmplementeerde ‘ten behoeve van’-formule in dat licht te bezien.

Aannemende dat ‘ten behoeve van’ in art. 6:193a lid 1(b) BW er niet toe strekt om (hoofdelijke) mede-aansprakelijkheid van derden te vestigen voor oneerlijke handelspraktijken verricht door de handelaar, wat is dan wel de betekenis van die woorden? Ook op dit punt geeft de totstandkomingsgeschiedenis van de Richtlijn OHP, zoals hierboven geschetst, de richting aan. Het punt dat het Europees Parlement met zijn amendement tracht te waarborgen is, dat niet alleen de ‘eigenlijke’ handelaar, maar ook derden die door hun *eigen* feitelijk handelen een oneerlijke handelspraktijk verrichten in opdracht van of samen met die handelaar, de richtlijn tegen zich moeten laten gelden.³⁸ Deze derden kunnen zich niet verweren met het argument dat zij niet als ‘handelaar’ in de zin van de richtlijndefinitie kwalificeren, bijv. omdat de aangeboden producten van een ander afkomstig zijn of omdat zij niet verantwoordelijk zijn voor de inhoud van het promotiemateriaal.

Ik geef een voorbeeld uit de emissiepraktijk. De uitgevende instelling, de lead manager en de andere syndicaatsleden (co-managers) worden door een belangenstichting van consument-beleggers aangesproken tot schadevergoeding wegens het uitbrengen van een misleidend prospectus. De uitgevende instelling heeft te gelden als handelaar die een handelspraktijk heeft verricht, want zij heeft zich in de uitoefening van haar bedrijf door middel van het prospectus tot het consumentenpubliek gericht in het kader van een plaatsing van haar eigen effecten. De lead manager en de co-managers, die *in opdracht van* de uitgevende instelling handelen, hebben hard copies van het prospectus aan beleggers verstrekt en hebben daarmee eveneens *zelf* een handelspraktijk verricht. Hun eventuele verweer dat zij niet als ‘handelaar’ kwalificeren, omdat het prospectus betrekking heeft op ‘producten’ die een ander – te weten de uitgevende instelling – in de uitoefening van zijn bedrijf aanbiedt gaat niet op, want zij treden als opdrachtnemers op ‘ten behoeve van’ de uitgevende instelling.³⁹

Overigens impliceert in bovenstaand voorbeeld het feit dat alle aangesproken partijen als ‘handelaren’ een oneerlijke handelspraktijk hebben verricht nog niet dat ieder van hen aansprakelijk is voor de daardoor veroorzaakte schade. Hun

38 Dat (slechts) bedoeld is om *eigen* handelspraktijken van in opdracht of in samenwerking handelende derden onder de regeling te vatten volgt m.i. uit de bewoordingen van het amendement van het Europees Parlement en de toelichting daarbij. Zie de (tekst bij) de noten 32 en 33, i.h.b. de frase ‘oneerlijke handelspraktijken door derden (...) bedreven’ in de toelichting. Overigens is de terminologie van art. 2(b) Richtlijn OHP m.i. voldoende duidelijk voor wat betreft de (rechts)verhouding tussen de ‘eigenlijke’ handelaar en de derde: het betreft derden die ‘in naam van of voor rekenschap van’ de eigenlijke handelaar optreden. Wat mij betreft zijn ‘opdracht/samenwerking’ (toelichting EP) en ‘naam/rekenschap’ (art. 2(b) Richtlijn OHP) verwisselbaar. In de verhouding rechtspersoon-bestuurder lijkt de terminologie van de Richtlijn OHP passender te zijn.

39 Aannemelijk is dat de lead manager en de co-managers eveneens in de uitoefening van hun *eigen* bedrijf de effecten aanbieden en het prospectus distribueren. Zij kwalificeren dan tevens rechtstreeks als ‘handelaar’, zonder dat de ‘ten behoeve van’-route hoeft te worden gevolgd.

posities als gedaagden in de procedure kunnen aanzienlijk verschillen. Dat komt omdat voor het aannemen van aansprakelijkheid ten aanzien van ieder van hen ook de overige bestanddelen van onrechtmatige daad vast moeten komen te staan. De kwalificatie als handelaar, of deze nu rechtstreeks of indirect via de ‘ten behoeve van’-formule plaatsvindt, is niet bepalend voor mogelijke aansprakelijkheid van de betreffende partij. In dezelfde procedure kan de ene handelaar wel en de andere niet aansprakelijk worden gehouden.

Art. 6:193a stelt zeker dat degene die ‘ten behoeve van’ een handelaar handelt zelf ook als ‘handelaar’ in de zin van art. 6:193a lid 1(b) BW heeft te gelden.⁴⁰ Verkade vreest dat de kring van potentieel aansprakelijken, wanneer deze gelijk-schakeling letterlijk zou worden genomen, op onaanvaardbare wijze wordt uitgebreid. Niet alleen het medium, maar ook bijv. ‘winkelpersoneel’ zou met aansprakelijkheid getroffen kunnen worden.⁴¹ Analoog zou deze gedachtegang er in een kapitaalmarkttransactie toe leiden dat de betrokken werknemers van de uitgevende instelling en de lead manager persoonlijk aansprakelijk kunnen zijn voor misleidende prospectusinformatie. Zulks is onwenselijk. Verkade pleit dan ook – niet in de context van een emissie van effecten, maar in het algemeen – voor een beperkte uitleg van de gelijkschakeling, maar geeft niet aan waar hij de grens legt.

Mij komt voor dat de benadering van Verkade op een onjuiste lezing van art. 6:193a lid 1(b) BW berust. De ‘ten behoeve van’-keten betreft slechts het hebben van de kwaliteit van ‘handelaar’, niet het onrechtmatig handelen zelf. Het feit dat iemand (langs de ten behoeve van-route) ‘handelaar’ is betekent nog niet dat hij ook aansprakelijk is. De ‘keten’ van handelaren dient dan ook niet verward te worden met de ‘ketenaansprakelijkheid’ die kan worden geconstrueerd met het concept van ‘laten openbaar maken’ van art. 6:194 BW.

Daarnaast mist de benadering van Verkade consistentie. Enerzijds relateert hij in aanzienlijke mate de (door anderen geuite) vrees voor te uitgebreide ‘ketenaansprakelijkheid’ als gevolg van het ‘laten openbaar maken’ onder art. 6:194 BW door te wijzen op het toerekenbaarheidsvereiste als beschermingswal voor de gedaagde.⁴² Anderzijds brengt hij deze relativering niet aan bij de (door hemzelf geuite) vrees voor ketenaansprakelijkheid onder art. 6:193a e.v. BW. Het toerekenbaarheidsvereiste fungeert naar mijn mening ook in dat geval als afdoende correctief. ‘Winkelpersoneel’ dat uitsluitend de van zijn werkgever (de ‘handelaar’) ontvangen informatie over de producten aan de consument doorgeeft fungeert in feite slechts als ‘medium’ en is wegens het ontbreken van toerekenbaarheid niet aansprakelijk indien deze informatie later misleidend blijkt te zijn. Het personeel heeft geen ‘due diligence’ verplichting om de informatie op juistheid en volledigheid te verifiëren. Daardoor ontbreekt schuld. Toerekenbaarheid volgt mijns inziens in een dergelijk geval evenmin uit verkeersopvattingen. De aangesproken werknemer zal er naar verwachting in slagen een succesvol

40 Aldus kan een ‘keten’ van handelaren ontstaan, welke niet verward moet worden met de ‘ketenaansprakelijkheid’ die kan worden geconstrueerd met het concept van ‘laten openbaar maken’ van art. 6:194 BW. De ‘ten behoeve van’-keten betreft slechts het hebben van de kwaliteit van ‘handelaar’, niet het onrechtmatig handelen zelf. Zie ook par. 13.4.2.

41 Verkade 2016, p. 21.

42 Zie par. 13.3.2, (tekst bij) noot 19 met verwijzing naar Verkade 2011, p. 27-28.

toerekenbaarheidsverweer te voeren. Winkelpersoneel dat op eigen gezag informatie aan de consument verstrekt welke niet door de werkgever is geautoriseerd en welke misleidend blijkt te zijn, loopt als ‘ten behoeve van’-handelaar de kans om aansprakelijk te worden gesteld onder art. 6:193a e.v. BW. Het onrechtmatig handelen is in dit geval aan de betreffende werknemer toe te rekenen op basis van schuld dan wel verkeersopvattingen. Met het (althans mijn) rechtsgevoel wringt dit niet. Een krant die op eigen gezag misleidende informatie aan een advertentie toevoegt dient ook te kunnen worden aangesproken onder art. 6:193a e.v. BW.

In de praktijk zullen werknemers vrijwel nooit mede worden gedagvaard in procedures op basis van de art. 6:193a/194 e.v. BW, juist omdat eisers ervan uit zullen gaan dat zij uitsluitend geautoriseerde informatie over het product hebben doorgegeven. Mocht dit evident anders zijn, dan is niet onterecht dat zij daarvoor – met omkering van de bewijslast – in rechte kunnen worden betrokken.

Wel verdient opmerking dat de ‘ten behoeve van’-handelaar onder afdeling 6.3.3A BW – of dit nu een door de handelaar ingeschakeld medium of een van zijn eigen werknemers is – bewijstechnisch mogelijk in een problematischer situatie verkeert dan de in opdracht handelende openbaarmaker onder afdeling 6.3.4 BW. Onder art. 6:193j BW wordt de bewijslast ten aanzien van misleiding en toerekenbaarheid per definitie omgekeerd ten gunste van de eisende consument-belegger. Betreft het een actie van bedrijfsmatig handelende beleggers, dan vindt geen omkering van de bewijslast ex art. 6:195 BW plaats. Deze blijft op de eisers rusten, omdat het medium en de werknemer geen ‘bepalers’ van inhoud en inkleding van de (door hen slechts doorgegeven) informatie zijn. Kort gezegd: in B2B-verhoudingen rust de bewijslast op beide punten op de agerende beleggers; in B2C-verhoudingen op het medium of de werknemer als gedaagde. Daar staat tegenover dat de rechter in B2C-verhoudingen de omkering van de bewijslast inzake het misleidende karakter van de mededelingen ongedaan kan maken wanneer deze hem niet ‘passend’ voorkomt, ‘gelet op de omstandigheden van het geval en met inachtneming van de rechtmatige belangen van de handelaar en van elke andere partij bij de procedure’ (art. 6:193j lid 1 BW). De rechter zou op grond van de billijkheidsuitzondering van art. 150 Rv hetzelfde kunnen doen waar het de bewijslast inzake de toerekenbaarheid betreft. Met behulp van de ‘passendheidstest’ van art. 6:193j lid 1 BW en art. 150 Rv kan uiteindelijk onder beide afdelingen eenzelfde resultaat worden verkregen. Desalniettemin lijkt hier toch sprake te zijn van meer dan een louter – in termen van de parlementaire geschiedenis – ‘redactioneel’ verschil tussen de art. 6:193j en 6:195 BW.⁴³

13.4.2 *Handelspraktijk*

Gemakshalve volgt hieronder nogmaals de wettelijke definitie van het begrip ‘handelspraktijk’ neergelegd in art. 6:193a lid 1(d) BW:

43 Zie Kamerstukken II 2006-2007, 30 928, nr. 8, p. 5 waar wordt gesteld dat de art. 6:193j en 6:195 BW weliswaar redactioneel van elkaar verschillen, maar dat geen verschil is beoogd. Zie over deze kwestie in extenso par. 11.4.

‘iedere handeling, omissie, gedraging, voorstelling van zaken of commerciële communicatie, met inbegrip van reclame en marketing, van een handelaar, die rechtstreeks verband houdt met de verkoopbevordering, verkoop of levering van een product aan consumenten’.

De definitie is overgenomen van art. 2 sub (d) Richtlijn OHP, zij het dat het gedefinieerde begrip daar ‘handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten’ luidt. Het meer uitgebreide begrip dat in de Richtlijn OHP wordt gedefinieerd is verhelderend, omdat daarmee duidelijk wordt gemaakt dat *bejegening* van consumenten door de handelaar een essentiële voorwaarde is voor het vaststellen van een handelspraktijk. Verkade stelt dat er een *interactie* moet plaatsvinden tussen handelaar en consument om van een handelspraktijk te kunnen spreken.⁴⁴ De term ‘interactie’ is naar mijn mening in zoverre niet erg gelukkig, dat daardoor de suggestie wordt gewekt dat ook enigerlei communicatie of (re)actie wordt vereist die van de consument uitgaat. Tweezijdigheid is echter geen vereiste. Van een handelspraktijk is reeds sprake bij eenzijdige bejegening van de consument door de handelaar.

De bejegening van de consument kan plaatsvinden door ‘iedere handeling, omissie, gedraging, voorstelling van zaken of commerciële communicatie’ van de handelaar. Daarmee wordt een zeer ruim kader geschapen dat alle denkbare vormen van consumentenbejegening beoogt te omvatten. Een zekere begrenzing wordt aangebracht door het vereiste dat de betreffende gedraging ‘rechtstreeks verband houdt met de verkoopbevordering, verkoop of levering van een product aan consumenten’. Deze begrenzing wordt verduidelijkt in considerans (7) Richtlijn OHP, welke de richtlijn buiten toepassing verklaart in geval van

‘handelspraktijken die hoofdzakelijk voor andere doeleinden bedoeld zijn, bijvoorbeeld commerciële communicatie gericht op beleggers, zoals jaarverslagen en promotiemateriaal over bedrijven.’

Verkade merkt hierover op:

‘Kennelijk is bedoeld op wat in het jargon van communicatiedeskundigen aangeduid wordt met *corporate communication* (in tegenstelling tot *marketing* en *sales promotion*). Het citaat uit de considerans dient evenwel niet te leiden tot het misverstand dat stukken als daar bedoeld buiten de regeling zouden vallen, indien zij gebruikt worden in rechtstreeks verband met activiteiten om particuliere beleggers over te halen tot aankoop van aandelen of obligaties.’⁴⁵

Meerdere auteurs bevestigen dat het uitbrengen van een prospectus een handeling is die rechtstreeks verband houdt met verkoopbevordering, verkoop of levering van een product – te weten effecten – en daarom als een handelspraktijk in de zin van art. 6:193a lid 1(d) BW dient te worden beschouwd.⁴⁶

44 Verkade 2016, p. 18.

45 Verkade 2016, p. 25. Voor het beoordelen in het kader van de Wet OHP/MVR van dergelijke *corporate communication* van de uitgevende instelling buiten het prospectus, maar wel in tijden van emissie, zie par. 12.2 waar de rechtspraak van Hof en Hoge Raad inzake Philips/VEB wordt besproken.

46 In die zin bijv. De Jong 2010, p. 18-19; De Jong 2011, p. 537; Lieverse 2009, p. 242; Timmerman 2013a, p. 658-660; Pijls 2008, p. 343-344; Arons 2014, p. 528-529; Hijink 2010, p. 537.

Vergelijkt men de wettelijke definitie van handelspraktijk met de regeling van art. 6:194 BW, dan valt op dat het openbaarmakingselement ontbreekt. Een handeling of gedraging kan binnen het toepassingsbereik van de Wet OHP ook in een één-op-één setting plaatsvinden, zonder dat sprake is van collectieve communicatie die bestemd is voor een bredere kring. Het één-op-één verkoopgesprek valt dus wel onder de Wet OHP, maar niet onder de Wet MVR.⁴⁷

Het ontbreken van het openbaarmakingsmechanisme in de definitie van handelspraktijk in art. 6:193a lid 1(d) BW heeft nog een andere consequentie. De ‘ketenaansprakelijkheid’ die onder art. 6:194 BW kan worden geconstrueerd langs de weg van het ‘laten openbaar maken’ komt weg te vallen.⁴⁸ Weliswaar kan ook met gebruik van de ‘ten behoeve van’-schakel van art. 6:193a lid 1(b) BW ketenvorming plaatsvinden, maar deze heeft uitsluitend betrekking op het zijn van ‘handelaar’, niet op het onrechtmatig handelen zelf. Voor ketenaansprakelijkheid onder de Wet OHP is van iedere schakel in de keten van handelaren een *eigen* feitelijk handelen vereist dat onder art. 6:193a lid 1(d) BW als onrechtmatige handelspraktijk kwalificeert.⁴⁹ Dit brengt mij terug op het eerder geformuleerde uitgangspunt dat uiteenlopende resultaten tussen de Wet OHP en de Wet MVR, uitsluitend vanwege (het ontbreken van) het openbaarmakingselement, in het belang van de rechtseenheid zoveel mogelijk dienen te worden vermeden.⁵⁰ Door het verschil in ketenvorming liggen afwijkingen op de loer. Ik noem als (belangrijk) voorbeeld de verkopende aandeelhouder die onder art. 6:194 BW aansprakelijk zou zijn omdat hij een misleidend prospectus openbaar *laat* maken, maar bij een (te) restrictieve interpretatie van art. 6:193a lid 1(d) BW geen oneerlijke handelspraktijk zou verrichten. De aandeelhouder publiceert immers het prospectus niet zelf. Dit doen de uitgevende instelling en de lead manager, deels door inschakeling van media zoals post, koerier of internet providers. De aandeelhouder bejegt beleggers niet *rechtstreeks*. Er is dan, in de terminologie van Verkade, geen *directe* ‘interactie’ tussen de aandeelhouder en beleggers. Een ander voorbeeld is de uitgevende instelling die geen papieren, maar uitsluitend een elektronisch prospectus uitbrengt. De uitgevende instelling zou het prospectus in dat geval door de internet provider *laten* openbaar maken onder art. 6:194 BW, maar een handelspraktijk in de zin van art. 6:193a lid 1(d) BW zou slechts worden verricht door de internet provider (het medium) zelf. Het medium, en niet de uitgevende instelling, brengt immers het prospectus daadwerkelijk ter kennis van beleggers. Dergelijke verschillen in uitkomst acht ik moeilijk verdedigbaar.

Ik zou dan ook een zodanige wetsuitleg willen bepleiten, dat degene die een verkoop gerelateerde mededeling ‘laat openbaar maken’ in de zin van art. 6:194 BW ook onder het toepassingsbereik van art. 6:193a lid 1(d) BW valt. Anders gezegd: ook degene van wie de mededeling uitgaat verricht een handelspraktijk. Niet vereist is, dat tussen hem en de consument *directe* communicatie of ‘interactie’ plaatsvindt. De ‘bejegening’⁵¹ van de consument kan ook *indirect* zijn.

47 Zie ook par. 13.3.1, (tekst bij) noot 14.

48 De term ‘ketenaansprakelijkheid’ is ontleend aan Verkade 2011, p. 26. Zie ook par. 3.2 van dit hoofdstuk.

49 Een en ander zoals reeds in par. 4.1 van dit hoofdstuk werd verdedigd met verwijzing naar de totstandkomingsgeschiedenis van de Richtlijn OHP.

50 Zie par. 13.3.2.

51 In de zin van het reeds eerder aangehaalde begrip ‘handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten’ [curs. jpf] van art. 2 sub (d) Richtlijn OHP.

Daardoor wordt congruentie bereikt tussen de systematiek van de Wet OHP en de Wet MVR. Een andere benadering leidt tot allerlei ongewenste afwijkingen.

Qua wetsuitleg zou hieraan op twee alternatieve manieren vorm kunnen worden gegeven. (1) In de definitie van ‘handelspraktijk’ van art. 6:193a lid 1(d) BW wordt onder ‘iedere handeling [of] gedraging’ mede begrepen het door een ander *laten* verrichten van een handeling of gedraging. (2) In de tekst van art. 6:193b lid 1 BW worden de hieronder gecursiveerde woorden ingelezen:

‘Een handelaar handelt onrechtmatig jegens een consument indien hij een handelspraktijk verricht *of laat verrichten* die oneerlijk is.’

Nopen deze beide suggesties tot wetswijziging? Aanpassing van de definitie van ‘handelspraktijk’ in art. 6:193a lid 1(d) BW heeft het bezwaar dat deze één-op-één is overgenomen van de definitie van art. 2(d) Richtlijn OHP. Aanpassing van art. 6:193b lid 1 BW lijkt systematisch minder bezwaarlijk te zijn.

De door mij bepleite invulling van art. 6:193a lid 1(d) respectievelijk art. 6:193b lid 1 BW dient het belang van rechtseenheid tussen de Wet OHP en de Wet MVR. Voor deze interpretatie lijkt voldoende ruimte te worden geboden onder zowel de Wet als de Richtlijn OHP. Met de definitie van ‘handelspraktijk’ respectievelijk ‘handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten’ hebben de Nederlandse wetgever en de Europese richtlijngever een zeer ruime catch-all bepaling beoogd.⁵² ‘Iedere handeling, omissie, gedraging, voorstelling van zaken of commerciële communicatie’ wordt erdoor bestreken. *Indirecte* bejegening van consumenten is opzichzelf een ‘gedraging’ en dient daarom onder de bepaling te vallen. Ook het begrip ‘business-to-consumer commercial practices’ in art. 2 sub (d) van de Engelstalige versie van de Richtlijn OHP lijkt voldoende ruimte te bieden. ‘Business-to-consumer’ kan worden gelezen als gedragingen van een handelaar ‘in de richting van’ de consument. Dit impliceert niet noodzakelijkerwijs direct contact.⁵³

Suggesties voor wetsuitleg door de Nederlandse rechter verdienen in zoverre enige relativering, dat het in dit geval richtlijnenrecht betreft waarvan een eenvormige uitleg uiteindelijk zal moeten plaatsvinden door het Europese Hof van Justitie. Het valt te betwijfelen of de gewenste rechtseenheid tussen de Nederlandse regelingen van OHP en MVR voor het HvJ een factor is die zal worden meegewogen. Zolang de kwestie op Europees niveau niet in andere zin is uitgemakt, is er op nationaal niveau ruimte voor de door mij bepleite interpretatie. Deze doet het door de Richtlijn OHP beoogde beschermingsniveau in ieder geval niet afnemen.⁵⁴

52 In die zin eveneens Verkade 2016, p. 23-24; Geerts & Vollebregt 2009, p. 14-15;

53 Volgens Merriam-Webster’s Dictionary <http://www.merriam-webster.com/dictionary/to> kan het woord ‘to’ o.m. gelezen worden als ‘a function word to indicate direction’.

54 En ook niet toenemen, want de gedachte is dat de mogelijkheid van indirecte bejegening al in de tekst van de richtlijn gegeven is.

13.5 Terugvallen op de ongeschreven zorgvuldigheidsnorm van art. 6:162 BW?

De toepasselijkheid van de bijzondere regelingen van de Wet OHP en de Wet MVR wordt bepaald door het al dan niet verrichten van een (tamelijk) scherp omschreven feitelijke handeling, te weten het verrichten van een handelspraktijk dan wel het openbaar maken van een mededeling. In termen van de Amerikaanse doctrine zou men kunnen stellen dat de regelingen een ‘bright line criterium’ hanteren.⁵⁵ Hieronder zal ten aanzien van de belangrijkste bij een kapitaalmarkttransactie betrokken partijen worden onderzocht of zij, gelet op de rol die zij in de transactie vervullen, onder de beide regelingen aansprakelijk kunnen worden gehouden wanneer misleidende informatie aan beleggers is verstrekt.⁵⁶ Partijen die geen handelspraktijk verrichten of mededeling openbaar maken, kunnen niet aansprakelijk worden gesteld onder de beide regelingen. Tegen hen geldt niet de dubbele omkering van de bewijslast van art. 6:193j/195 BW. Aansprakelijkstelling van deze partijen is conceptueel gesproken wèl mogelijk op grond van art. 6:162 BW. Betreft het een partij die in aanzienlijke mate betrokken is geweest bij de inhoudelijke voorbereiding van het prospectus (inhoudelijke verantwoordelijkheid door “substantial participation”, in termen van de Amerikaanse doctrine⁵⁷), dan lijkt er ruimte te zijn voor de rechter om de agerende belegger een steun in de rug te geven. De door het Europese Hof in het Ntinionik en Pikoulas-arrest aangehaalde ‘economische en organisatorische realiteit van de emissie’ brengt dan met zich dat op de aangesprokene, als gevolg van zijn inhoudelijke betrokkenheid in het voortraject, een zekere verantwoordelijkheid voor (onderdelen van) het prospectus is komen te rusten.⁵⁸ Aansprakelijkstelling zou dan met het oog op een effectieve rechtsbescherming van de belegger niet al te bezwaarlijk of onmogelijk moeten worden gemaakt. Dit zou er alsnog toe kunnen leiden dat de bewijslast inzake onrechtmatigheid en toerekenbaarheid door de rechter ten gunste van de belegger wordt omgekeerd dan wel wordt verlicht. Zulks in aanvulling op de verlichting van de bewijspositie die de Hoge Raad al in het World Online-arrest heeft geïndiceerd ten aanzien van het causale verband.

Tegenover al te ruimhartige aansprakelijkstelling uit hoofde van art. 6:162 BW met het oog op beleggersbescherming staat het belang van rechtszekerheid op de kapitaalmarkt. Partijen die niet zelf in technische zin een misleidende handelspraktijk hebben verricht of een misleidende mededeling openbaar hebben gemaakt of laten maken, hebben geen gecodificeerde norm geschonden. Mogelijke aansprakelijkheid van deze partijen op grond van art. 6:162 BW zal al snel gebaseerd moeten worden op overtreding van een ongeschreven zorgvuldigheidsnorm. Van Baalen bepleit terughoudendheid bij het aannemen van ongeschreven zorgplichten op de kapitaalmarkt. Volgens hem dient, mede in het belang van de rechtszekerheid, primair aansluiting te worden gezocht bij wetsovertreding als maatstaf voor onrechtmatig handelen en veel minder bij de regels van maatschappelijke zorgvuldigheid. Hij doelt daarbij op onrechtmatig

55 Zie par. 13.2.

56 Dit wordt ten aanzien van 11 betrokken partijen onderzocht in par. 13.6.

57 Zie eveneens par. 13.2.

58 Zie par. 5.5.5.3, waar het Ntinionik en Pikoulas arrest wordt besproken.

handelen door overtreding van marktregels van de Wft.⁵⁹ Ik zou menen dat een zelfde argumentatie opgaat voor de Wet MVR en de Wet OHP. Evenals de Wft bevatten deze regels inzake marktgedrag, zij het – voor wat betreft de Wet OHP – gericht op de consumentenmarkt in den brede.⁶⁰ Deze omvat mede de kapitaalmarkt waar het betreft de bejegening van consument-beleggers. Bij emissies op de kapitaalmarkt pleit het door Van Baalen genoemde argument van rechtszekerheid er dus voor om onrechtmatigheid zoveel mogelijk op te hangen aan overtreding van de Wet OHP en de Wet MVR zelf, en niet aan ongeschreven zorgplichten. Tevens geldt dat de Wet MVR en de Wet OHP nu juist de codificatie van een, voorheen ongeschreven, zorgvuldigheidsnorm behelzen.⁶¹ De hypothese dat dit slechts een gedeeltelijke codificatie zou zijn, waardoor allerhande ongeschreven zorgplichten zijn blijven bestaan, doet gekunsteld aan.

De door Van Baalen bepleite terughoudendheid bij het aannemen van ongeschreven zorgplichten op de kapitaalmarkt verdient, behalve met het oog op de rechtszekerheid, mogelijk vanuit een tweede gezichtspunt steun. Wanneer men een partij in het kader van een emissie belast met een zorgplicht jegens het beleggend publiek, bombardeert men hem in feite tot waakhond of ‘gatekeeper’ van de kapitaalmarkt. Niet iedere partij komt daarvoor in aanmerking. De bekende Amerikaanse vennootschapsjurist en hoogleraar John C. Coffee Jr. geeft de volgende profielschets van een gatekeeper:

‘Thus, a second and superior definition of the gatekeeper is an agent who acts as a reputational intermediary to assure investors as to the quality of the ‘signal’ sent by the corporate issuer. The reputational intermediary does so by lending or ‘pledging’ its reputational capital to the corporation, thus enabling investors or the market to rely on the corporation’s own disclosures or assurances where they otherwise might not. The gatekeeper has such reputational capital because it is a repeat player who has served many clients over many years. Examples of gatekeepers providing such certification or verification services to investors are obvious: the auditor certifies that the corporation’s financial statements comply with generally accepted accounting principles (...).’⁶²

De gatekeeper is volgens Coffee een door de wol geverfde ‘repeat player’. De accountant voldoet aan dat criterium, maar de bestuurder van de uitgevende instelling bijvoorbeeld niet. Voor hem is een beursgang in de meeste gevallen een eenmalige ervaring.

In sommige gevallen is sprake van een professionele zorgplicht, waarmee de betreffende partij op doorlopende basis is belast. Deze zorgplicht blijft uiteraard overeind in tijden van emissie en beursintroductie. Wel doet zich ook ten aanzien van de professionele zorgplicht de vraag voor wat de omvang is van de kring van ‘benadeelden’ in de zin van art. 6:163 BW die zich erop kunnen beroepen (relativiteitsvraag).

59 Van Baalen 2010, p. 1025-1028.

60 Naast consumentenbescherming is het doel van de Richtlijn OHP het bevorderen van de goede werking van de interne markt en de rechtszekerheid, zie considerans (5) en art. 1 Richtlijn OHP. Ook al gebruikt de Richtlijn OHP meerdere open normen, deze bieden – in combinatie met het definitie-apparaat – meer rechtszekerheid dan een ongeschreven zorgvuldigheidsnorm.

61 In die zin ten aanzien van de Wet OHP Pavillon 2011, p. 339-340 en ten aanzien van art. 6:194 BW Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 315.

62 Coffee 2006, p. 2.

Al met al lijkt het erop neer te komen dat het vaststellen van prospectusaansprakelijkheid op grond van art. 6:162 BW een kwestie van maatwerk is. De bepaling kan zeker niet worden ingezet als een vangnet of automatische catch-all voor alle situaties die buiten het toepassingsbereik van de art. 6:193a-j en 6:194-195 BW vallen. Aan de hand van de concrete omstandigheden van het geval zal moeten worden bepaald of op de aangesprokene een ongeschreven zorgplicht jegens beleggers rust. Daarbij zal een afweging moeten worden gemaakt tussen enerzijds beleggersbescherming en anderzijds rechtszekerheid op de kapitaalmarkt. Deze afweging heeft rechtspolitieke aspecten.

13.6 Wie zijn openbaarmakers en/of verrichters?

13.6.1 *Uitgevende instelling en lead manager*

Op diverse plaatsen in dit onderzoek is ervan uitgegaan dat de uitgevende instelling en de lead manager beide ‘openbaarmakers’ in de zin van art. 6:194 BW zijn en ‘verrichters van een handelspraktijk’ in de zin van art. 6:193a BW. In deze paragraaf wordt deze aanname onderbouwd. Het feitelijke verspreiden van het prospectus is in de emissiepraktijk een samenspel van de uitgevende instelling en de lead manager. Om die reden wordt hun positie integraal in deze paragraaf behandeld. Uitsplitsing van de beide posities is kunstmatig en komt het inzicht niet ten goede.

Het lijkt zinvol om eerst in enige mate van detail te beschrijven op welke wijze het prospectus in de praktijk normaal gesproken wordt verspreid. Op grond van de feitelijke gang van zaken rond de verspreiding van het prospectus en de rol die uitgevende instelling en lead manager daarin spelen kunnen vervolgens conclusies worden getrokken inzake het al dan niet toepasselijk zijn van de bijzondere regelingen van de Wet MVR en de Wet OHP.

Bij een emissie in het publieke segment moet in termen van publicatie onderscheid worden gemaakt tussen de papieren ‘hard copy’ van het prospectus en de elektronische versie. De hard copy wordt in opdracht van de uitgevende instelling en onder het toezien van de lead manager gedrukt bij een gespecialiseerde financiële drukkerij. Dit gebeurt onmiddellijk na verkrijging van de definitieve goedkeuring van de AFM ex art. 5:9 Wft, doorgaans buiten beursuren. Vervolgens wordt de distributie van het papieren prospectus als volgt gekanaliseerd: (1) een aantal prospectussen wordt op aanvraag verkrijgbaar gesteld ten kantore van de uitgevende instelling, de lead manager en de co-managers; (2) een aantal wordt per post of koerier toegezonden aan geselecteerde beleggers, waaronder relaties van de uitgevende instelling en de managers; (3) een aantal wordt meegenomen op road show en tijdens de road show presentaties rechtstreeks aan beleggers uitgereikt door de uitgevende instelling en/of de lead manager.⁶³

Naast de hard copy is er de elektronische versie van het prospectus, waarvan sinds 1 juli 2012 verplicht gebruik moet worden gemaakt.⁶⁴ De elektronische

63 Zie art. 5:21 lid 3 sub b Wft.

64 Zie art. 5:21 lid 3 sub a en b Wft.

versie van het prospectus wordt door de uitgevende instelling op haar eigen website geplaatst en op haar verzoek door Euronext op diens website.

Hoe moet de rol van de uitgevende instelling en de lead manager worden geduid onder art. 6:193a/194 e.v. BW, uitgaande van (1) een aanbieding die uitsluitend uit nieuw uitgegeven effecten bestaat en (2) de hierboven uiteengezette gang van zaken rond de verkrijgbaarstelling van het prospectus? Alvorens hierop in te gaan, verdient opmerking dat de effecten worden aangeboden en het daarop betrekking hebbende prospectus wordt uitgebracht ‘in de uitoefening van een beroep of bedrijf’, een voorwaarde die door beide regelingen wordt gesteld. Over de vraag wiens beroep of bedrijf kan men twisten. Blom stelt dat dit ‘normaal gesproken’ het beroep of bedrijf zal zijn ‘van degene ten behoeve van wie de lead manager handelt’.⁶⁵ Hij doelt daarmee kennelijk op de uitgevende instelling.⁶⁶ Daarbij sluit ik mij graag aan. Jansen c.s. betogen dat bij een overgenomen emissie⁶⁷ ‘het syndicaat (en niet de uitgevende instelling) gezien kan worden als degene die de effecten aan beleggers aanbiedt’.⁶⁸ Het is de vraag of in een overgenomen emissie het aanbiederchap van de uitgevende instelling geheel kan worden uitgevlakt. Ook in dat geval wordt zij doorgaans op de voorpagina van het prospectus als ‘offeror’ van de effecten vermeld. Hoe dit ook zij, ook de overgenomen emissie wordt mijns inziens verricht in de context – namelijk ter financiering – van het beroep of bedrijf van de uitgevende instelling. De emissieopbrengst komt haar ten goede. Daarmee vindt ook het uitbrengen van het prospectus inzake een overgenomen emissie plaats in de context van het beroep of bedrijf van de uitgevende instelling. Verdedigbaar is, dat de emissie *eveneens* plaatsvindt in de uitoefening van het beroep of bedrijf – zijnde het (door)plaatsen van effecten – van de lead manager zelf.⁶⁹

Het hierboven geschetste normaaltype van het verspreidingsproces leidt tot de volgende analyse. De uitgevende instelling en de lead manager maken de sub (1) en (3) bedoelde hard copies van het prospectus zelf openbaar in de zin van art. 6:194 BW. De sub (2) bedoelde, per koerier of post toegezonden prospectussen worden openbaar gemaakt door het medium (de koeriers- of postdienst); de uitgevende instelling en de lead manager laten deze openbaar maken. Ten aanzien van het elektronische prospectus geldt dat de uitgevende instelling en Euronext dit laten openbaar maken, terwijl de respectieve internetproviders de feitelijke openbaar makingshandeling verrichten.⁷⁰

De uitgevende instelling handelt in de uitoefening van haar eigen beroep of bedrijf. De lead manager, die ‘ten behoeve van’ de uitgevende instelling de effecten bij beleggers plaatst en het prospectus verspreidt, handelt daarmee in de uit-

65 Blom 1996, p. 81.

66 Wanneer sprake is van herplaatsing van bestaande effecten, komt ook het beroep of bedrijf van de herplaatsende aandeelhouder in beeld. De verkopende aandeelhouder is dan (mede) de ‘handelaar’ als bedoeld in art. 6:193a lid 1(b) BW. De positie van de verkopende aandeelhouder komt meer in extenso aan de orde in par. 13.6.4.

67 Zie par. 3.2.2.3 voor uitleg van dit begrip.

68 Jansen, Schreuder & Verhagen 2003, p. 25.

69 Zie ook Franx 2014, noot 18.

70 Met als nuancering dat de uitgevende instelling het elektronische prospectus ook door Euronext openbaar laat maken. Er is dan sprake van de vorming van een ‘keten’ bestaande uit de uitgevende instelling – Euronext – internet provider. Ik neem hierbij aan dat Euronext gebruik maakt van een externe provider en hierin niet intern voorziet. Mocht dit niet het geval zijn, dan valt de provider uit de keten weg.

oefening van zowel het beroep of bedrijf van de uitgevende instelling als (verdedigbaar) zijn eigen beroep of bedrijf. Beiden kwalificeren derhalve als ‘handelaar’ in de zin van art. 6:193a lid 1(b) BW. Beiden verrichten een handelspraktijk in de zin van art. 6:193a lid 1(d) BW door het prospectus – een verkoop gerelateerd document – aan beleggers ter hand te (doen) stellen.

Zonder dat in bovenstaande mate van detail wordt getreden, wordt de visie dat art. 6:193a/194 e.v. BW van toepassing is op zowel de uitgevende instelling als de lead manager in hun hoedanigheid van ‘openbaarmaker’ respectievelijk ‘verrichter van een handelspraktijk’ in de literatuur breed gedragen.⁷¹

13.6.2 *Co-managers*

Zoals al eerder werd geconstateerd, worden de co-managers door de lead manager doorgaans geselecteerd met het oog op hun plaatsingskracht in de markt. De namen van de co-managers staan op (de buitenkant van) het prospectus vermeld. Tevens zijn in het kader van publicatie doorgaans hard copies van het prospectus verkrijgbaar ten kantore van de diverse co-managers. Met dit laatste is naar mijn mening sprake van een verspreidingshandeling, waardoor de co-managers als openbaarmakers van het prospectus in de zin van art. 6:194 BW kunnen worden beschouwd.⁷² Het verkrijgbaar stellen van het prospectus door de co-managers betekent eveneens dat deze een handelspraktijk in de zin van art. 6:193a lid 1(d) BW verrichten. Zij handelen zowel ‘ten behoeve van’ (het bedrijf van) de uitgevende instelling en de lead manager als (verdedigbaar) in hun eigen beroep of bedrijf en gelden daarom als ‘handelaar’ in de zin van art. 6:193a lid 1(b) BW.

Is daarmee de toepasselijkheid van de bijzondere aansprakelijkheidsregeling op de co-managers gegeven? Nog niet helemaal. Art. 6:195 BW stelt immers als voorwaarde aan de dubbele bewijslastomkering dat de gedaagde partij ‘inhoud en in kleding van de mededeling geheel of ten dele heeft bepaald of doen bepalen’. De vraag kan gesteld worden of de co-managers een dergelijke inhoudsbepalende rol ten aanzien van het prospectus vervullen. Maris en Boele beantwoorden deze vraag in ontkennende zin en achten art. 6:195 BW dan ook niet van toepassing op de co-managers.⁷³ De preciese rol van een co-manager binnen het syndicaat en de wijze waarop deze wordt ingevuld kan echter per transactie en per co-manager verschillen. De co-managers plegen in de agreement among managers/underwriters⁷⁴ een volmacht te verstrekken aan de lead manager om namens hen op te treden in het transactieproces en alle noodzakelijke uitvoeringshandelingen te verrichten. Daaronder valt ook het opstellen van het prospectus. Het afgeven van deze volmacht ontslaat de co-managers niet van medeverantwoordelijkheid voor de transactie. Feit blijft immers, dat hun namen en logo’s prominent op het prospectus staan vermeld. Ook wordt het prospectus doorgaans

71 Zie voor wat betreft art. 6:193a BW de vindplaatsen vermeld in noot 46 onder par. 13.4.2. Zie voor de toepasselijkheid van art. 6:194 BW op de uitgevende instelling en de lead manager De Jong 2011, p. 527-528; Timmerman 2013a, p. 652; Jansen/Schreuder & Verhagen 2003, p. 24; Maris & Boele 1994, p. 143-144; Van der Velden 2003, p. 679-680; Blom 1996, p. 84.

72 Dat het verrichten van een verspreidingshandeling onder beleggers een relevante omstandigheid is om tot openbaarmaking te concluderen blijkt uit de Via Net jurisprudentie over de positie van de listing agent, vermeld in noot 83 onder par. 13.6.3. Pijls acht het enkele verkrijgbaar stellen van het prospectus op zichzelf al voldoende om openbaarmaking aan te nemen, zie (tekst bij) noot 84 onder par. 13.6.3.

73 Maris & Boele 1994, p. 144.

74 Zie par. 3.2.2.7.

via het kantorennetwerk van de co-managers verkrijgbaar gesteld. Daarmee ligt de transactie, gezien vanuit het belegend publiek, mede binnen hun reputationele sfeer. Tijdig voor publicatie ontvangen de co-managers een concept van het prospectus, op basis waarvan zij zich een oordeel kunnen vormen over de uitgevende instelling. Zij kunnen de prospectusinformatie toetsen aan de bij hen zelf aanwezige (al dan niet publieke) informatie. De beschikbare informatie kan per co-manager verschillen. Een co-manager die voorafgaand aan de transactie al een klantrelatie met de uitgevende instelling had zal over meer informatie beschikken waaraan hij het prospectus kan toetsen dan een co-manager voor wie de uitgevende instelling nieuw is.⁷⁵ Mochten de co-managers onjuistheden of onvolledigheden signaleren, dan zullen zij deze onder de aandacht van de lead manager moeten brengen. De analisten van de co-managers worden bovendien in de gelegenheid gesteld vragen aan de uitgevende instelling te stellen in het kader van de analistenpresentatie.⁷⁶ Dit alles bij elkaar genomen rechtvaardigt naar mijn mening de conclusie dat een co-manager onder omstandigheden als (mede) bepaler van inhoud en inkleding van het prospectus kan worden beschouwd. In dat geval zal hij de dubbele bewijslastomkering van art. 6:195 BW tegen zich moeten laten gelden. Ook De Rooy lijkt hiervan uit te gaan.⁷⁷

Uit het voorgaande volgt als uitgangspunt, dat de bewijslast ten aanzien van het (niet) misleidend zijn van het prospectus en de (afwezigheid van) schuld op de co-managers rust. De co-managers hebben echter aanzienlijk minder inhoudelijke bemoeienis met het prospectus dan de lead manager en de uitgevende instelling. In de literatuur is geopperd dat met het oog daarop de co-managers wellicht aanspraak kunnen maken op verlichting van hun bewijspositie. De rechter zou ten behoeve van de co-managers de dubbele bewijslastomkering van art. 6:193j BW op billijkheidsgronden (gedeeltelijk) kunnen terugdraaien.⁷⁸ Afhankelijk van de exacte mate van hun betrokkenheid bij het prospectustraject, lijkt mij dit onder omstandigheden een door de co-managers te beproeven route.

De geringe(re) betrokkenheid van de co-managers bij het opstellen van het prospectus en het daarmee gepaard gaande due diligence onderzoek zou onder omstandigheden ook aanleiding kunnen zijn voor het voeren van een toerekenbaarheidsverweer. Randvoorwaarden daarvoor lijken te zijn dat (1) niet van de co-managers verwacht mocht worden dat zij, gelet op de mate waarin zij betrokken waren, de misleidende prospectusinformatie op eigen kracht zouden identificeren; (2) als een co-manager toch misleidende prospectusinformatie opmerkt, hij deze tijdig onder de aandacht van de lead manager brengt; en (3) de co-managers erop toezien dat de lead manager zijn taak op juiste wijze vervult, onder meer door adequaat due diligence onderzoek te verrichten. Anders gezegd: de co-managers moeten kunnen aantonen dat zij, gezien hun positie en de taakverdeling binnen het syndicaat, hebben gedaan wat zij konden doen. Of de rechter bereid zal zijn de overeengekomen taakverdeling binnen het syndicaat als uit-

75 Ik abstraheer van de mogelijke complicatie van Chinese walls binnen de organisatie van de co-manager, die de emissie-afdeling mogelijk zouden beletten om kennis te nemen van informatie die binnen andere afdelingen beschikbaar is.

76 Zie voor een en ander De Rooy 2003, p. 89, p. 107-108. Zie in gelijke zin voor het Duitse recht Assmann & Schütze 2007, p. 350.

77 De Rooy 2003, p. 88-90.

78 In die zin Hoever 2011, p. 257. Analooft zou dat ook mogelijk moeten zijn onder art. 6:195 BW met toepassing van de billijkheidsuitzondering van art. 150 Rv.

gangspunt te nemen voor zijn oordeel over de aansprakelijkheid blijft echter de vraag.

Leidt het feit dat de lead manager en de co-managers *gezamenlijk* als syndicaat optreden tot complicaties op aansprakelijkheidsgebied? In de Duitse literatuur is de heersende mening dat de leden van het syndicaat een Gesellschaft bürgerlichen Rechts (GbR), een vorm van personenvennootschap, onder par. 705 BGB vormen, ondanks het feit dat dit in de agreement among managers uitdrukkelijk pleegt te worden uitgesloten.⁷⁹ Naar Nederlands recht zal niet snel sprake zijn van een vennootschap onder firma of een commanditaire vennootschap, omdat niet onder gemeenschappelijke naam wordt opgetreden.⁸⁰

Een andere vraag is of het optreden in groepsverband door de syndicaatsleden zou kunnen leiden tot toepasselijkheid van art. 6:166 BW. Op grond van deze bepaling zijn leden van een groep hoofdelijk aansprakelijk indien (1) een van hen onrechtmatig schade toebrengt; (2) de kans op het aldus toebrengen van schade hen had behoren te weerhouden van hun gedragingen in groepsverband; en (3) de gedragingen hen kunnen worden toegerekend. Ik zou menen dat toepasselijkheid van deze bepaling op het optreden van het syndicaat niet kan worden uitgesloten. Als voorbeeld noem ik de situatie waarin een van de co-managers een materiële onjuistheid in het concept-prospectus onder de aandacht van de overige syndicaatsleden brengt en de lead manager weigert deze onjuistheid te corrigeren. Mocht het syndicaat de transactie vervolgens toch doorzetten met gebruik van dit misleidende prospectus, dan lijken de voorwaarden voor toepasselijkheid van art. 6:166 BW te zijn vervuld. Alle syndicaatsleden zijn dan hoofdelijk aansprakelijk voor het volledige bedrag van de door deze misleiding veroorzaakte koerschade. Overigens voorziet de agreement among managers doorgaans in draagplicht naar rato van het underwriting-percentage van iedere co-manager. Dit percentage kan beschouwd worden als ‘het gedeelte van de schuld dat hem in hun onderlinge verhouding aangaat’ in de zin van de wettelijke draagplichtregeling van art. 6:10 BW.

13.6.3 Listing Agent⁸¹

Wanneer een aanbieding van effecten gepaard gaat met notering op de gereglementeerde markt van Euronext Amsterdam, is de uitgevende instelling verplicht een listing agent in te schakelen. Zonder de betrokkenheid van een listing agent kan geen noteringsaanvraag worden ingediend. De listing agent heeft, kort gezegd, als taak het noteringsproces te begeleiden.⁸² Onder een eerdere versie van het Euronext *rulebook* had de listing agent eveneens als taak het begeleiden van de uitgevende instelling gedurende zes maanden na het ingaan van de notering. Deze begeleiding betrof met name het nakomen door de uitgevende instelling van haar doorlopende informatieverplichtingen (in het bijzonder publicatie van

79 Gerner-Beuerle 2009, p. 131 e.v.

80 Zie art. 16 WvK.

81 Zie over de vergelijkbare figuur van de listing *sponsor* op de markt van het voormalige Alternext Amsterdam: Franx 2006.

82 Zie voor e.e.a. Euronext Amsterdam Harmonised Rules (Book I), Rule 6204 (versie 4 juli 2016), <http://www.euronext.com/nl/regulation> en Euronext Notice No. 6-01, in werking getreden op 15 oktober 2013, <http://www.euronext.com/nl/issuers>.

(half)jaarcijfers) en haar verplichting tot tijdige publicatie van koersgevoelige informatie. De verplichtingen van de listing agent worden doorgaans vastgelegd in een listing agency agreement met de uitgevende instelling. In de praktijk heeft de listing agent gedurende het noteringsproces in meerdere of mindere mate bemoeienis met de totstandkoming van het prospectus.

De diensten aan de uitgevende instelling waartoe de listing agent zich in de listing agency agreement verplicht worden door hem uitgevoerd zowel in de uitoefening van zijn eigen beroep of bedrijf als 'ten behoeve van' het beroep of bedrijf van de uitgevende instelling. Daarmee kwalificeert de listing agent als handelaar in de zin van art. 6:193a lid 1(b) BW.

De vraag of de listing agent het prospectus openbaar maakt is in het geding geweest in de procedure die plaatsvond naar aanleiding van de tumultueuze beursgang van Via Net in het jaar 2000 op de markten van Euronext Amsterdam en NASDAQ (dual listing). Beleggers die waren gedupeerd door grote koersverschillen tussen NASDAQ en Euronext tijdens de eerste handelsdag stelden via de Stichting Via.Claim een vordering tot schadevergoeding in tegen (onder meer) Fortis, van wie de rechtsvoorganger MeesPierson binnen het syndicaat als listing agent optrad. De Stichting stelde onder meer dat het prospectus misleidend was omdat het onvolledige informatie bevatte over de wijze waarop de aandelen Via Net in de primaire markttransactie aan beleggers zouden worden toegewezen. De rechtbank volgt Fortis in haar betoog dat zij als listing agent het prospectus niet openbaar heeft gemaakt. De daartegen ingestelde grief van de Stichting slaagt in appel. Het Hof acht de volgende omstandigheden in onderlinge samenhang voldoende om tot het oordeel te komen dat sprake is van openbaarmaking in de zin van art. 6:194 BW: (1) Fortis heeft deelgenomen aan het syndicaat dat de beursgang begeleidde; (2) de bank is opgetreden als listing agent; (3) de naam van de bank staat vet gedrukt op de voor- en achterzijde van het prospectus; (4) zowel volgens de emissieadvertentie als volgens het prospectus zelf waren exemplaren daarvan verkrijgbaar ten kantore van Fortis in Amsterdam; en (5) het prospectus was in Nederland alleen bij kantoren van Fortis verkrijgbaar.⁸³ Annotator Pijls merkt op dat het Hof had kunnen volstaan met het aanvoeren van omstandigheid nr. (4) om tot zijn rechtsoordeel te komen.⁸⁴ Ik deel de mening van Pijls in deze.

Aannemende dat de listing agent in de meeste gevallen, zoals in de Via Net casus, betrokken zal zijn bij het verkrijgbaar stellen van het prospectus aan beleggers, kwalificeert hij doorgaans als openbaarmaker onder art. 6:194 BW respectievelijk als verrichter van een handelspraktijk ex art. 6:193a BW. Bedrijfsmatig handelende beleggers die ageren op basis van art. 6:194 BW zullen, om te kunnen profiteren van de dubbele bewijslastomkering van art. 6:195 BW, bovendien gemotiveerd moeten stellen dat de listing agent een (mede)bepaler van de inhoud en inkleiding van het prospectus is. In de praktijk is wel eens een enkel prospectus uitgebracht ten aanzien waarvan de listing agent zich geheel van inhoudelijke bemoeienis heeft onthouden en heeft volstaan met het laten afdrucken van zijn naam en logo op het voorblad. Zulks in combinatie met het opnemen van

83 Rb. Amsterdam 21 september 2005, JOR 2005/279 m.nt. R.P. Raas (Via Net); Hof Amsterdam 7 oktober 2008, JOR 2009/12 m.nt. G.T.J. Hoff (Via Net). Het arrest van het Hof is in cassatie, grotendeels zonder nadere motivering ex art. 81 RO, bekrachtigd door HR 8 juli 2011, JOR 2011/263 (Via Net).

84 Pijls 2008a, sub 3.

een disclaimer dat door hem geen due diligence onderzoek is verricht en dat ten aanzien van het volledige prospectus inhoudelijke verantwoordelijkheid van de listing agent wordt uitgesloten.⁸⁵ Kan de listing agent op die manier de omkering van de bewijslast van art. 6:195 BW of zelfs zijn aansprakelijkheid in het geheel ontlopen? In een later hoofdstuk zal het mogelijke effect van opname van een disclaimer in het prospectus ten behoeve van de lead manager worden besproken. Beargumenteed zal worden dat in dat geval het opnemen van een disclaimer de toerekenbaarheid als element van aansprakelijkheid uit onrechtmatige daad van de lead manager naar verwachting niet doet vervallen. Aannemelijker is dat de disclaimer, indien de rechter daaraan enig effect zou willen toekennen, ‘slechts’ de omkering van de bewijslast ex art. 6:195 BW teniet zal doen. De bewijslast ten aanzien van misleiding en toerekenbaarheid keert daardoor weer terug naar de belegger die als eiser in de procedure optreedt.⁸⁶ Ten aanzien van de werking van disclaimers van de lead manager wordt derhalve een beperkte, en niet een ruime opvatting verdedigd. Zulks is ook de heersende leer. Er is naar mijn mening geen reden om hiermee anders om te gaan in het geval van de listing agent.

Overigens zal de listing agency agreement doorgaans een vrijwaring van alle (prospectus)aansprakelijkheid door de uitgevende instelling van de listing agent bevatten. Door deze vrijwaring in voorkomend geval in te roepen, wentelt de listing agent de schade af op (de aandeelhouders van) de uitgevende instelling, hetgeen zijn reputatie in de markt niet ten goede zal komen. De werkelijke waarde van een dergelijke vrijwaring is dan ook twijfelachtig.

Globaal gesproken zijn er twee verschillende (noterings)situaties waarin de listing agent kan worden ingeschakeld. Op de eerste plaats kan het de notering van nieuw uit te geven of te herplaatsen effecten betreffen, welke ten tijde van de notering aan beleggers worden aangeboden. De listing agent zal dan in de regel deel uitmaken van een syndicaat bestaande uit een lead manager en enkele co-managers, dat is samengesteld met het oog op plaatsing van de effecten bij beleggers. Veelal zal ofwel de lead manager zelf ofwel een van de co-managers de functie van listing agent vervullen. Aansprakelijkheid van de listing agent voor mogelijk misleidende mededelingen in het prospectus zal in dat geval gelijk oplopen met de aansprakelijkheid verbonden aan zijn lead manager- of co-managerschap. De listing agent biedt effecten aan zijn klanten aan en brengt in dat kader mede het prospectus uit. Doorgaans verricht hij daarmee een handelspraktijk dan wel maakt hij een mededeling openbaar.⁸⁷ De bijzondere aansprakelijkheidsregeling van art. 6:193a/194 e.v. BW is op hem van toepassing.

De situatie die in de praktijk (extra) vragen oproept omtrent de positie van de listing agent is die, waarin géén aanbieding van effecten aan beleggers plaatsvindt. Het gaat de uitgevende instelling er slechts om dat al haar uitstaande effecten een beursnotering krijgen, zodat zij daarna aan de betreffende beurs verhandeld kunnen worden. De uitgevende instelling creëert daarmee een markt voor

85 De gevallen waarin dit speelde betroffen in het algemeen ‘technische noteringen’, zie hieronder.

86 Over disclaimers in het prospectus, zie uitvoerig hieronder in par. 15.8 met verwijzing naar HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade (Coop).

87 Zie voor de analyse ten aanzien van de lead manager par. 13.6.1 en ten aanzien van de co-managers par. 13.6.2 van dit hoofdstuk. Onder welke omstandigheden sprake is van openbaarmaking van het prospectus door de listing agent is uitgemaakt in de hierboven behandelde jurisprudentie inzake Via Net.

haar aandeelhouders. Gesproken wordt wel van een ‘introductie door verhandeling’ of ‘technische notering’ (technical listing). Syndicaatsvorming is in deze situatie niet nodig, omdat er geen effecten hoeven te worden geplaatst. Er vindt geen primaire markttransactie plaats. Wel is een listing agent nodig voor het indienen van de noteringsaanvraag bij Euronext Amsterdam. Ook in geval van een louter technische notering stelt de listing agent het prospectus verkrijgbaar en verricht hij daarmee in beginsel een handeling als bedoeld in art. 6:193a lid 1(d) BW respectievelijk een openbaarmakingshandeling als bedoeld in art. 6:194 BW. De vraag die in deze situatie rijst is, of het prospectus (rechtstreeks) verband houdt met verkoopbevordering, ondanks het feit dat geen effecten aan beleggers worden aangeboden.

Naar mijn mening kan niet worden uitgesloten dat deze wijze van introductie een element van verkoopbevordering in zich bergt, ook al worden er geen effecten uitgegeven of herplaatst. Immers, als gevolg van de introductie ter beurse wordt bewerkstelligd dat de effecten voortaan voor een ieder op de beurs verkrijgbaar zijn. De uitgevende instelling creëert door het aanvragen van notering een markt voor haar eigen aandelen en de listing agent faciliteert dit. Gedurende een zekere periode na ingang van de notering zullen kopers van de effecten in deze markt op de inhoud van het prospectus vertrouwen. Hier gaat de vergelijking op met de ‘nawerking’ die het prospectus, ook in gevallen waarin wél een primaire markttransactie plaatsvindt, heeft in de secundaire markt.⁸⁸ Deze benadering leidt ertoe dat ook in het geval van een technische notering aansprakelijkheid van de listing agent jegens beleggers voor misleidende prospectusinformatie gegrond kan worden op de bijzondere regeling van art. 6:193a/194 BW.

In alle gevallen is verdedigbaar dat de listing agent die weinig tot geen inhoudelijke bemoeienis met het prospectus heeft gehad (1) niet als inhoudelijk (mede) bepaler in de zin van art. 6:195 BW dient te worden beschouwd en (2) op billijkheidsgronden aanspraak kan maken op het (gedeeltelijk) terugdraaien van de dubbele bewijslastomkering van art. 6:193j BW.⁸⁹

13.6.4 *Verkopende aandeelhouder*

Reeds eerder werd geconstateerd dat de structuur van een plaatsing van (met name) aandelen kan verschillen. De plaatsing kan uitsluitend een financieringsfunctie voor de uitgevende instelling hebben en zal dan in haar geheel uit nieuw uit te geven aandelen bestaan. De plaatsing kan ook voor een deel herplaatsing van bestaande aandelen door de zittende aandeelhouders behelzen. Beursintroducties van volgroeide ondernemingen die geen directe kapitaalbehoefte hebben kunnen volledig de herplaatsing van bestaande aandelen betreffen. Het voornaamste doel van de beursintroductie is in dat geval het creëren van een exit voor de verkopende aandeelhouder(s). Hun economische belangen zijn gediend bij het plaatsvinden van de transactie. Een voorbeeld daarvan is de beursintroductie van

88 Zie over nawerking van het prospectus in de secundaire markt par. 12.2, i.h.b. (tekst bij) noot 21 met verwijzing naar Hijink 2010, p. 379, (tekst bij) noot 178. Zie ook par. 8.3.

89 Dit laatste wordt door mij eveneens mogelijk geacht ten aanzien van de co-managers, afhankelijk van de mate van hun inhoudelijke betrokkenheid bij het prospectus. Zie par. 13.6.2.

Endemol NV in november 2005.⁹⁰ Een meer recent voorbeeld is de beursintroduktie van ABN AMRO Group NV in november 2015, waarbij aandelen werden herplaatst door Stichting NLFi ten behoeve van de Nederlandse Staat. Het voorblad van dit prospectus vangt aan met de volgende zin:

“Stichting administratiekantoor beheer financiële instellingen (*NL Financial Investments*, “NLFi” or the “**Selling Shareholder**”), on behalf of the Dutch State, is offering 188,000,000 depository receipts (the “**Offer DRs**”) issued by Stichting Administratiekantoor Continuïteit ABN AMRO Group (the “**Foundation**”) representing 188,000,000 ordinary shares with a nominal value of €1.00 each (the “**Offer Shares**”) in the share capital of ABN AMRO Group NV (the “**Company**”).”

en vervolgt in de tweede alinea met:

“The offering of the Offer DRs (the “**Offering**”) consists of a public offering in the Netherlands to institutional and retail investors and a private placement to certain institutional and other investors that qualify under available offering exemptions in various other jurisdictions.”

Uit deze passages van het prospectus volgt, dat Stichting NLFi een aanbieding van effecten aan het publiek doet in de zin van art. 5:2 Wft. De uit deze bepaling voortvloeiende prospectusplicht rust dan ook mede op Stichting NLFi.⁹¹ Verdedigbaar is, dat daardoor een zekere (mede)verantwoordelijkheid voor de deugdelijkheid van het prospectus op de stichting komt te rusten, ook al is zij voor het opstellen ervan afhankelijk van de medewerking van ABN AMRO als uitgevende instelling.

Het feit dat bij een 100% herplaatsing van bestaande aandelen de transactie wordt geïnitieerd door de verkopende aandeelhouder, het economisch belang bij de transactie bij hem ligt en de prospectusplicht (mede) op hem rust, betekent dat de transactie zelf en het in verband daarmee uitbrengen van het prospectus plaatsvindt in de uitoefening van het beroep of bedrijf van deze verkopende aandeelhouder. Hij treedt op als ‘handelaar’ in de zin van art. 6:193a lid 1(b) BW. Een gecombineerde transactie, die bestaat uit een herplaatsing door de aandeelhouder en een uitgifte van nieuwe aandelen door de uitgevende instelling, vindt plaats in de uitoefening van het beroep of bedrijf van zowel de uitgevende instelling als de verkopende aandeelhouder. In dat geval treden beiden op als ‘handelaar’ in de zin van art. 6:193a lid 1(b) BW.

Kan de verkopende aandeelhouder worden beschouwd als een van de openbaarmakers van het prospectus? Eerder werd uiteengezet dat ‘openbaarmaking’ in art. 6:194 BW een specifiek, technisch getint begrip is, dat vooral moet worden geprojecteerd op het medium dat de fysieke openbaarmakingshandeling verricht.⁹² Deelname door de aandeelhouder als verkopende partij in de transactie en

90 Alle aangeboden aandelen werden herplaatst door enig aandeelhouder Telefónica. De auteur is als advocaat van de vennootschap bij deze beursintroduktie betrokken geweest.

91 Ik schrijf ‘mede’, omdat dezelfde transactie ook prospectusplicht voor de uitgevende instelling met zich kan brengen, wanneer deze de noteringsaanvraag bij Euronext Amsterdam indient of laat indienen door het syndicaatslid dat als listing agent optreedt. Er is dan immers sprake van een ‘doen toelaten’ door de uitgevende instelling van effecten tot de handel op een in Nederland gelegen of functionerende gereguleerde markt in de zin van art. 5:2 Wft.

92 Zie par. 13.3.2.

vermelding daarvan in het prospectus is niet voldoende om aan dit criterium te voldoen. De verkopende aandeelhouder kwalificeert mijns inziens dan ook niet als openbaarmaker van het prospectus.⁹³ Wel is goed verdedigbaar dat de verkopende aandeelhouder, als belanghebbende bij de transactie, het prospectus ‘laat openbaar maken’ in de zin van art. 6:194 BW door de uitgevende instelling en de lead manager. Dit standpunt wordt ingenomen door De Jong, Van der Velden en Timmerman.⁹⁴ Interessant is, dat de aandeelhouder het prospectus volgens Timmerman laat openbaar maken door de lead manager en volgens Van der Velden door de uitgevende instelling. Het zal er mijns inziens van afhangen of de aandeelhouder een rechtstreekse opdrachtrelatie met de lead manager heeft dan wel of deze via de uitgevende instelling loopt. Voor de (keten)aansprakelijkheid van de betrokken partijen zal dit geen verschil maken.

Hierboven werd al geconstateerd dat de verkopende aandeelhouder als ‘handelaar’ optreedt in de zin van art. 6:193a lid 1(b) BW. Verricht hij ook een handelspraktijk? Uitgaande van de door mij eerder verdedigde uitleg van art. 6:193a lid 1(d), waarin dit begrip is gedefinieerd, moet het antwoord bevestigend luiden. Door de lead manager of de uitgevende instelling het prospectus te laten uitbrengen is sprake van een ‘gedraging’ van de aandeelhouder in de zin van laatstgenoemde bepaling. Directe interactie met beleggers dient geen vereiste te zijn.⁹⁵ Concluderend: de verkopende aandeelhouder kan normaal gesproken zowel onder de Wet OHP als onder de Wet MVR door beleggers worden aangesproken.⁹⁶

In het kader van de Wet MVR speelt nog de kwestie van het inhoudsbepalerschap als voorwaarde voor de dubbele bewijslastomkering. Kan de verkopende aandeelhouder als bepaler van inhoud en inkleding van het prospectus in de zin van art. 6:195 BW worden gezien?

De positie van een verkopende aandeelhouder is niet in iedere transactie dezelfde. Een grootaandeelhouder zal veelal met één of meer zetels vertegenwoordigd zijn in het bestuur of de raad van commissarissen van de uitgevende instelling. Hij is langs die weg beter geïnformeerd over het reilen en zeilen van de vennootschap dan de kleine aandeelhouder die meer op afstand staat. De grootaandeelhouder zal ook eerder en intensiever bij het opstellen en verifiëren van het prospectus worden betrokken. Hij zal in sommige gevallen deelnemen aan werkgroepen met afgevaardigden van de uitgevende instelling en de lead manager, waarin prospectus drafting plaatsvindt. Vaak blijft voor de buitenwereld onduidelijk wat precies de bemoeienis van de grootaandeelhouder met het prospectus is geweest. In het kader de beursintroductie van ABN AMRO Group NV in novem-

93 Anders Van Solinge 2000, p. 426-427, die stelt dat de verkopende aandeelhouder het prospectus openbaar maakt. M.i. gaat Van Solinge hiermee aan het technische karakter van het openbaarmakingsbegrip voorbij.

94 De Jong 2011, p. 527-528; Timmerman 2013a, p. 652; Van der Velden 2003, p. 679.

95 Zie par. 13.4.2.

96 Evenzo Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 269. Ten aanzien van de Wet OHP in gelijke zin, maar zonder motivering: De Jong 2011, p. 538, die ‘verdedigbaar’ acht dat de herplaatsende aandeelhouder ‘onder omstandigheden’ kan worden aangemerkt als handelaar die een handelspraktijk verricht; en meer uitgesproken Timmerman 2013a, p. 660, die dit ‘zonder meer’ het geval acht. Anders: Arons 2015, par. 3 (laatste alinea), die van mening is dat de verkopende aandeelhouder geen handelspraktijk verricht. Kritisch in reactie daarop: Franx 2016, wijzende op de ‘scheve situatie’ die kan ontstaan als de verkopende aandeelhouder wel geacht wordt het prospectus te *laten* openbaar maken in de zin van art. 6:194 BW, terwijl hij geen handelspraktijk verricht in de zin van art. 6:193a lid 1(d) BW.

ber 2015 wordt een tipje van de sluier opgelicht. Het door grootaandeelhouder NLFI uitgebrachte ‘exit advies’ vermeldt het volgende:

‘Het prospectus zal uiteindelijk ter goedkeuring aan de AFM moeten worden voorgelegd. De vennootschap is primair verantwoordelijk voor de totstandkoming van een juist en op essentiële punten volledig prospectus. NLFI zal vanuit haar rol als verkopende aandeelhouder met behulp van zijn eigen adviseurs *toezicht houden op het proces voor de totstandkoming van het prospectus* dat door de vennootschap en haar adviseurs samen met het syndicaat van zakenbanken en hun adviseurs wordt opgesteld.’⁹⁷ [curs. jpf]

De mate waarin en de wijze waarop door NLFI toezicht op het ‘proces voor de totstandkoming van het prospectus’ is gehouden, is voor buitenstaanders niet inzichtelijk. Aangenomen mag echter worden dat NLFI, als 100% aandeelhouder en initiator van de beursgang, in een positie verkeerde om de inhoud en inkleding van het prospectus geheel of ten dele te (doen) bepalen in de zin van art. 6:195 BW. Dit zal in een beursgang overigens voor vrijwel iedere verkopende aandeelhouder met een zekere importantie gelden. Doorgaans zal het concept prospectus op enig moment ter informatie aan de aandeelhouders worden toegezonden en kunnen zij desgewenst commentaar leveren. Mocht een aandeelhouder zich met een passage in het prospectus niet kunnen verenigen, dan is hij vaak in een sterke positie om wijziging af te dwingen. Het prospectus betreft immers een transactie waaraan hij deelneemt. Worden zijn inhoudelijke wensen niet ingewilligd, dan kan hij zich terugtrekken, hetgeen in de markt vragen over de transactie zal oproepen of de transactie zelfs zal kunnen blokkeren. Ook door zich van commentaar te onthouden bepaalt de verkopende aandeelhouder in zekere zin de inhoud van het prospectus.⁹⁸

De rechter heeft te allen tijde de mogelijkheid om de bewijslastomkering geheel of gedeeltelijk ongedaan te maken. Voor claims van consument-beleggers volgt dit voor wat betreft het onrechtmatigheidsbewijs uit de kwalificatie die art. 6:193j lid 1 BW aanbrengt, door te bepalen dat de bewijslast slechts wordt omgekeerd ‘als dat passend lijkt, gelet op de omstandigheden van het geval en met inachtneming van de rechtmatige belangen van de handelaar en van elke andere partij bij de procedure’. De bewijslastomkeringen van art. 6:193j lid 2 en art. 6:195 BW kunnen in het kader van het bewijsrecht geheel of gedeeltelijk worden teruggedraaid met behulp van de billijkheidsregel van art. 150 Rv Met name in gevallen waarin de verkopende aandeelhouder op afstand van de uitgevende instelling staat en niet over relevante informatie rakende aan de misleiding in het prospectus beschikt of kan beschikken, zou er aanleiding voor de rechter kunnen zijn om van deze bevoegdheid gebruik te maken. In extreme situaties is zelfs denkbaar dat de betreffende aandeelhouder, wijzende op zijn gebrek aan kennis, een succesvol toerekenbaarheidsverweer kan voeren. Een en ander kan

97 NL Financial Investments, Exit advies ABN AMRO, mei 2015, p. 16-17, te vinden op <http://www.nlfi.nl/publicaties>

98 Terughoudender is Van der Velden, die met name de directeur-grootaandeelhouder als inhoudsbepaler ziet, omdat deze als bestuurder aanmerkelijke invloed kan uitoefenen op de inhoud van het prospectus. Zie Van der Velden 2003, p. 679. Ook Van Solinge 2000, p. 427, geeft een voorbeeld waarin de directeur-grootaandeelhouder als inhoudsbepaler wordt neergezet. In mijn ervaring is het zijn van inhoudsbepaler niet uitsluitend voorbehouden aan de directeur-grootaandeelhouder. Beslissend is hoeveel macht een aandeelhouder heeft in het totale krachtenveld van de transactie. Dit zal in sterke mate afhangen van de omvang van zijn aandelenbelang.

weer anders komen te liggen als de aandeelhouder zichzelf bewust onwetend heeft gehouden, bijv. door geen kennis te nemen van hem aangeboden due diligence rapporten of andere informatie over de uitgevende instelling.

13.6.5 Accountant

Het is niet overdreven te stellen dat de accountant de belangrijkste externe expert is die wordt ingeschakeld in het kader van een emissie of beursgang. Met name het werk van de controlerend accountant van de uitgevende instelling is cruciaal bij de voorbereiding van het prospectus. Van deze accountant wordt doorgaans gevraagd om (1) door middel van een ‘letter of consent’ toestemming te geven voor opname in het prospectus van zijn verklaring bij de jaarrekeningen over de afgelopen drie boekjaren⁹⁹ en (2) één of meer specifieke opstellingen van financiële gegevens buiten de jaarrekening te vervaardigen, eveneens ter opname in het prospectus. Bij dit laatste kan met name gedacht worden aan tussentijdse (halfjaar- of kwartaal)cijfers. Daarnaast voert de accountant in opdracht van de lead manager (3) bepaalde onderzoekswerkzaamheden inzake de financiële positie van de uitgevende instelling uit. Zijn bevindingen legt hij neer in een ‘letter of comfort’ gericht aan de uitgevende instelling en de lead manager, waarvan een van de conclusies doorgaans luidt dat niet van feiten of omstandigheden is gebleken die in tegenspraak zijn met bepaalde (financiële) gegevens in het prospectus. Andere bevestigingen die in de comfort letter worden gegeven zijn bijvoorbeeld dat accountantscontrole is verricht conform de toepasselijke wet- en regelgeving; dat de financiële informatie correct in het prospectus is weergegeven; dat de tussentijdse cijfers in het prospectus zijn opgesteld conform de bij de uitgevende instelling gebruikelijke accounting methoden. Deze letter of comfort, of een verwijzing daarnaar, wordt doorgaans niet in het prospectus opgenomen. In veel gevallen laat de lead manager zich daarnaast nog door een eigen extern accountant bijstaan, die eveneens due diligence werkzaamheden uitvoert en het werk van de accountant van de uitgevende instelling kritisch tegen het licht houdt. Met het inschakelen van experts beoogt de lead manager een kwalitatief beter onderzoek uit te voeren en een eventueel in de toekomst te voeren due diligence verweer te versterken.¹⁰⁰

Bij een beursgang of emissie raakt de accountant betrokken als opdrachtnemer van de uitgevende instelling en onder omstandigheden ook als opdrachtnemer van de lead manager. Los van deze civielrechtelijke verhouding heeft de accountant eveneens een publieke functie, die in het bijzonder bestaat uit het controleren van de jaarrekening en het afgeven van een verklaring omtrent de getrouwheid daarvan ex art. 2:393 BW. Deze publieke functie dient ertoe om ook aan derden een bepaalde mate van zekerheid te verschaffen over de getrouwheid van de jaarrekening.¹⁰¹ Niet uitgesloten kan worden dat het veronachtzamen van verantwoordelijkheid in het kader van zijn publieke functie tot aansprakelijkheid van

99 Zoals, in geval van een aandelenemissie, wordt vereist door Bijlage I sub 20.1 bij de Prospectusverordening.

100 Zie voor een overzicht van de werkzaamheden van de accountant in het kader van kapitaalmarkttransacties De Rooy 2002, par. 2.

101 Aldus Meerburg 2004, p. 119, die een interne (binnen de vennootschappelijke orde geldende) en een externe (jegens derden geldende) functie van de accountant onderscheidt.

de accountant jegens derden leidt. Over deze buitencontractuele aansprakelijkheid van de accountant heeft zich buiten de context van het emissieprospectus in de loop der jaren enige jurisprudentie ontwikkeld. De Hoge Raad heeft zich voor de eerste maal over deze materie uitgesproken in een van de Vie d'Or-arresten.¹⁰² In de typische setting waarin derden een claim tegen de controlerend accountant instellen is sprake van een misleidende jaarrekening die vergezeld gaat van een goedkeurende accountantsverklaring. Het betreft derden die om wat voor reden dan ook op de jaarrekening met accountantsverklaring vertrouwen, bijvoorbeeld een kredietverlenende bank, een overnemende partij, een investeerder of (zoals in de Vie d'Or-zaak) polishouders aan wie de vennootschap verplichtingen heeft uitstaan. Het opstellen van de jaarrekening is een verplichting van de rechtspersoon. De normen waaraan de jaarrekening wordt getoetst zijn vastgelegd in Boek 2 Titel 9 BW en richten zich tot de rechtspersoon, niet dat de accountant. Wel moet de accountant de jaarrekening aan deze normen toetsen. (Controle-) technische normen en gedragsnormen, vastgelegd in regelgeving voor de accountancy, richten zich wel tot de accountant en schrijven voor hoe hij zijn (controle)werkzaamheden moet uitvoeren.¹⁰³

In het arrest Deloitte & Touche/Vie d'Or is door de Hoge Raad uitgemaakt welk criterium moet worden gehanteerd om te bepalen of de accountant onrechtmatig heeft gehandeld jegens een derde die op de jaarrekening met goedkeurende verklaring is afgegaan. Bepalend is wat van hem als redelijk handelend en redelijk bekwaam extern controlerend registeraccountant moet worden gevergd in het kader van een zorgvuldige uitoefening van zijn taak met het oog op de belangen van de betreffende derden. De accountant heeft een zorgplicht die is afgestemd op het concrete geval. Daarbij moeten alle omstandigheden in aanmerking worden genomen. Een van die omstandigheden is de vraag of de accountant heeft gehandeld in overeenstemming met de voor zijn beroepsgroep geldende normen en regels, maar dit is niet zonder meer doorslaggevend. Andere in aanmerking te nemen factoren zijn de aard van de geschonden norm, de ernst van de schending ervan, *door de accountant* getroffen maatregelen of verschafte informatie, de mate waarin het gevaar van schade *voor de accountant* redelijkerwijs voorzienbaar was en de vraag of ter voorkoming daarvan maatregelen zijn genomen en waarschuwingen zijn gegeven die redelijkerwijze *van de accountant* gevergd konden worden.¹⁰⁴ De gecursiveerde woorden geven aan dat de zorgvuldigheidsnorm van art. 6:162 lid 2 BW waaraan het handelen van de accountant wordt getoetst subjectieve elementen bevat. Deze betreffen niet op de eerste plaats het onrechtmatig handelen, maar de persoon van de accountant als dader. Sieburgh spreekt – buiten de context van de accountancy – van gesubjectieerde onrechtmatigheid, waarbij het onderscheid tussen onrechtmatigheid en toereken-

102 HR 13 oktober 2006, NJ 2008, 528 m.nt. C.C. van Dam bij NJ 2008, 529; JOR 2006/296 m.nt. H. Beckman (Deloitte & Touche c.s./Stichting Vie d'Or). Zie over dit arrest ook Blaisse 2013 en Nass 2008. Voor lagere jurisprudentie voorafgaand aan het Vie d'Or arrest, zie De Jong (E.A.) 2003.

103 Zie voor e.e.a. de noot van Beckman sub 4.2 bij JOR 2006/296 (Deloitte & Touche/Stichting Vie d'Or). De regelgeving welke zich specifiek tot de beroepsgroep van accountants richt – vastgelegd in wetten, verordeningen en nadere voorschriften – is door de Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants (NBA) bijeengebracht in de Handleiding Regelgeving Accountancy (HRA), te vinden op <https://www.nba.nl/wet-en-regelgeving/beroepsregels/hra/>.

104 Arrest van de Hoge Raad inzake Deloitte & Touche/Stichting Vie d'Or, r.o. 5.3-5.4.3.

baarheid vervaagt. Zij signaleert dat dit wel vaker het geval is bij toetsing aan de zorgvuldigheid:

‘In het bijzonder bij de toetsing aan de zorgvuldigheid blijkt het onrechtmatigheidsoordeel dikwijls afhankelijk te zijn van kenmerken van de concrete dader. Factoren die de toerekening aan de dader betreffen worden verweven met het onrechtmatigheidsoordeel.¹⁰⁵

Versmelting van onrechtmatigheid en toerekenbaarheid heeft tot gevolg dat, als de onrechtmatigheid eenmaal vaststaat, een toerekenbaarheidsverweer in veel gevallen niet meer aan de orde is. Met het onrechtmatigheidsoordeel zal immers ook schuld van de dader vaststaan.

Beleggers die schade lijden door de aankoop van effecten op basis van een prospectus dat een misleidende jaarrekening met goedkeurende accountantsverklaring bevat zouden de accountant kunnen aanspreken wegens schending van de bijzondere zorgplicht die naar voren komt uit het arrest *Deloitte & Touche/Vie d’Or*. Voor de accountant die de jaarrekening van een beursgenoteerde vennootschap controleert is redelijkerwijs voorzienbaar dat beleggers op de jaarrekening en zijn verklaring zullen afgaan en dat het (te) lichtvaardig geven van een goedkeurende verklaring het gevaar van koersschade voor een brede kring van beleggers in het leven roept.¹⁰⁶ Onder hen kunnen zich ook beleggers in de primaire markt bevinden, aangezien de jaarrekening met accountantsverklaring verplicht in het emissieprospectus moet worden opgenomen. De bijzondere zorgplicht van de accountant van een beursgenoteerde vennootschap geldt daarmee mijns inziens ook jegens potentiële beleggers in de effecten van die vennootschap. Het relativiteitsvereiste staat daaraan niet in de weg.¹⁰⁷ In de Amerikaanse literatuur wordt de accountant als een van de ‘gatekeepers’ van de kapitaalmarkt gezien.¹⁰⁸

Toepassing van de zorgvuldigheidsworm van art. 6:162 lid 2 BW, zoals uitgewerkt in *Vie d’Or*, leidt ertoe dat de belegger geen beroep kan doen op de dubbele bewijslastomkering van art. 6:193j/195 BW.¹⁰⁹ Vanuit bewijsrechtelijke optiek is voor de belegger derhalve de stellingname te prefereren dat de accountant als handelaar een oneerlijke handelspraktijk in de zin van art. 6:193a lid 1(b) en (d) BW verricht dan wel een misleidende mededeling openbaar maakt of laat maken in de zin van art. 6:194 BW. Ook zal onder het regime van art. 6:193a/194 e.v. BW het debat over onrechtmatigheid voor de belegger eenvoudiger te voeren zijn, aangezien de misleidingsnorm geen subjectieve – aan de persoon van de

105 Sieburgh 2000, p. 88. Om redenen die in dit verband niet van belang zijn acht Sieburgh dit overigens onwenselijk.

106 Over het door de Hoge Raad in het *Vie d’Or*-arrest aangelegde voorzienbaarheids criterium, zie Blaisse 2013, par. 6.

107 In dezelfde zin: Brink 2009, p. 329 met verwijzing naar Bolt & Spier 1996, p. 157 (moet zijn p. 158); De Jong 2010, p. 65-66, die dit afleidt uit r.o. 5.4.1 van het arrest *Deloitte & Touche/Vie d’Or*. Bolt en Spier vullen de relativiteit in met het voorzienbaarheids criterium, dat de kring van ‘benadeelden’ in de zin van art. 6:163 BW die een actierecht hebben afbaken.

108 Coffe 2006, p. 2. De poortwachtersfunctie van de accountant op de kapitaalmarkt impliceert de facto dat hij het in zijn macht heeft om, door het onthouden van een goedkeurende verklaring, een vennootschap de toegang tot de kapitaalmarkt te ontzeggen. Zonder goedkeurende verklaring zal een lead manager in de praktijk zijn naam niet aan het prospectus en de emissie willen verbinden en zullen (professionele) beleggers niet willen instappen.

109 Wel heeft de rechter het in zijn macht om, gebruik makend van de billijkheidsregel van art. 150 Rv, ook in een procedure ex art. 6:162 BW de bewijslast ten gunste van de belegger om te keren. In gelijke zin Van der Velden 2003, p. 689. Mocht de rechter daartoe overgaan, dan is er alsnog geen verschil in bewijspositie in vergelijking met een actie ex art. 6:193a/194 BW.

accountant gerelateerde – elementen bevat. Een mededeling is immers misleidend of zij is dat niet. Wel kunnen dezelfde subjectieve elementen die in het *Vie d'Or*-arrest de onrechtmatigheid deels invullen, in het processuele debat onder art. 6:193a/194 BW terugkeren waar het betreft de toerekenbaarheid.

Kan de belegger de accountant aanspreken met een beroep op art. 6:193a/194 e.v. BW? Er lijkt weinig discussie mogelijk over het feit dat de controlerend accountant in het kader van de emissie optreedt 'ten behoeve van' de uitgevende instelling in de zin van art. 6:193a lid 1(b) BW.¹¹⁰ Deze is zijn opdrachtgever, draagt de kosten van zijn werkzaamheden en emitteert als 'handelaar' de aandelen. Mede door de accountant wordt de emissie mogelijk gemaakt. Via de 'ten behoeve van'-route kwalificeert de accountant daarmee naast de uitgevende instelling zelf als handelaar.

De met zijn toestemming in het prospectus opgenomen accountantsverklaringen dienen naar mijn mening in termen van art. 6:193a lid 1(d) BW te worden beschouwd als 'voorstelling van zaken (...) die rechtstreeks verband houdt met de verkoopbevordering, verkoop of levering (van effecten) aan consumenten'. Het prospectus in een publieke emissie is immers een verkoopdocument dat mede gericht is tot consument-beleggers. De financiële informatie, en daarmee ook de accountantsverklaring waardoor deze wordt gevalideerd, behoort tot de kerninformatie van het prospectus. De accountant publiceert niet zelf het prospectus of de daarin opgenomen accountantsverklaring. Hij stemt erin toe dat de uitgevende instelling dit (via het publiciteitsmedium) doet. Er is dus geen directe interactie tussen de accountant en het beleggend publiek. Uitgaande van een ruime interpretatie van het begrip 'handelspraktijk' en het bejegeningselement daarin, zoals hierboven door mij werd verdedigd,¹¹¹ moet desalniettemin worden aangenomen dat de accountant een handelspraktijk verricht. Mochten de van hem afkomstige mededelingen in het prospectus misleidend zijn, dan handelt hij onrechtmatig jegens beleggers. Art. 6:193j BW schrijft in dat geval omkering van de bewijslast ten aanzien van het misleidend karakter van de mededelingen en de toerekenbaarheid voor.

Leidt analyse van de rechtspositie versus bedrijfsmatig handelende beleggers onder art. 6:194-195 BW tot hetzelfde resultaat? De eerste vraag die zich in dat kader voordoet is, of de accountant gezien kan worden als openbaarmaker van zijn eigen mededelingen in het prospectus. Geconstateerd werd reeds dat de accountant geen enkele rol speelt bij publicatie van het prospectus. Deze wordt geheel verzorgd door de uitgevende instelling en de lead manager. Van openbaarmaking in technische zin door de accountant van het prospectus als geheel, inclusief de daarin opgenomen verklaringen afkomstig van hemzelf, is derhalve geen sprake. Dit werpt de vraag op of de accountant zijn mededelingen door de uitgevende instelling en de lead manager 'laat openbaar maken' in de zin van art. 6:194 BW. Over deze kwestie heeft Blom in zijn dissertatie zijn licht laten schijnen:

'Moeilijker is het geval van de accountant, die toelaat dat zijn accountantsverklaring in een prospectus wordt opgenomen. De vraag komt dan op of onder openbaar laten maken verstaan moet

110 Afhankelijk van de omstandigheden zou eveneens kunnen worden gesteld dat hij optreedt 'ten behoeve van' de lead manager.

111 Zie par. 13.4.2.

worden ‘bewerkstelligen dat iemand openbaar maakt’ (ik laat een advertentie plaatsen) of ‘toelaten dat iemand openbaar maakt’ (ik laat toe dat mijn foto in de advertentie wordt opgenomen). Pas in het laatste geval kan de regeling van artikel 6:194 BW van toepassing zijn op de accountant, daar deze geen opdracht geeft tot het openbaar maken van zijn mededeling, doch zulks wel toestaat. Ik ben geneigd te menen dat met openbaar laten maken niet bedoeld wordt op degene die tot de openbaarmaking geen opdracht geeft, doch daarmee slechts instemt. Of dit zo is bedoeld door de wetgever valt, bij gebrek aan aanwijzingen in de wetsgeschiedenis, niet met zekerheid te zeggen.¹¹²

Deze interpretatie – waarvoor, zoals Blom zelf erkent, geen steun kan worden gevonden in de wetsgeschiedenis – zou tot de gevolgtrekking leiden dat de accountant niet als openbaarmaker in de zin van art. 6:194 BW kan worden aangemerkt. De belegger zou zich tegenover hem niet kunnen beroepen op de dubbele bewijslastomkering van art. 6:195 BW. Tot deze conclusie komen ook Van der Velden en Van Dijk.¹¹³ Elders in de literatuur is verdedigd dat het enkele toelaten door een expert van openbaarmaking van zijn eigen verklaring, anders dan Blom meent, wél neerkomt op ‘openbaar laten maken’ in de zin van art. 6:194 BW.¹¹⁴ In een eerdere publicatie heb ik Blom in zijn interpretatie gevolgd.¹¹⁵

Hierboven heb ik betoogd dat de kwestie met inwerkingtreding van de Wet OHP in 2008 anders is komen te liggen. De zeer brede spanwijdte van het begrip ‘handelspraktijk’ in art. 6:193a lid 1(d) BW heeft tot gevolg dat vrijwel iedere gedraging in de richting van een consument erdoor bestreken wordt. Ook iedere ‘omissie’ – zoals het nalaten van verzet tegen opname van een verklaring in het prospectus – is een handelspraktijk. Om ongewenste afwijkingen tussen de beide regelingen te voorkomen dient het begrip ‘handelspraktijk’ uitstraling te hebben op het ‘(laten) openbaar maken’.¹¹⁶ Een en ander brengt mij ertoe te concluderen dat de accountant de van hem afkomstige verklaringen in het prospectus ‘laat openbaar maken’ in de zin van art. 6:194 BW.

Voor toepassing van de dubbele bewijslastomkering van art. 6:195 BW is tevens vereist dat de accountant kan worden aangemerkt als ‘iemand die inhoud en inkleding van de mededeling geheel of ten dele heeft bepaald of doen bepalen’. Maris en Boele zijn van mening dat de accountant de inhoud van het prospectus *niet* geheel of ten dele zelf heeft bepaald. Zij voeren hiertoe onder meer aan dat de jaarrekening wordt opgemaakt door de directie en niet door de accountant, die deze slechts controleert en omtrent zijn bevindingen een gestandaardiseerde verklaring afgeeft.¹¹⁷ Deze argumentatie overtuigt mij niet. Het feit dat de accountantsverklaring is gestandaardiseerd neemt niet weg dat de fundamentele keuze wat de strekking van deze verklaring zal zijn – bijv. goedkeurend, oordeelsonthouding of afkeurend – geheel aan de accountant is. De accountant is dan ook zonder twijfel inhoudsbepaler van zijn eigen verklaring. Wanneer een goedkeu-

112 Blom 1996, p. 71.

113 Van der Velden 2003, p. 689; Van Dijk 1998, par. 3.4.

114 Ten aanzien van de accountant: Maris & Boele 1994, p. 145; ten aanzien van de juridisch adviseur: Meerburg 2004, p. 191-192.

115 Franx 2004, par. 3.2. De positie van de accountant kwam in deze publicatie overigens slechts terzijde aan de orde.

116 Zie voor dit betoog par. 13.3.2.

117 Maris & Boele 1994, p. 145.

rende accountantsverklaring ten onrechte is afgegeven, moet deze mijns inziens als een zelfstandige bron van misleiding worden beschouwd.

13.6.6 *Advocaat*

De uitgevende instelling en de lead manager plegen in het kader van de transactie beiden een advocaat in te schakelen. De advocaat van de uitgevende instelling is tegenwoordig veelal penvoerder van het prospectus.¹¹⁸ Hij vervult deze taak op basis van zijn eigen kennis van de uitgevende instelling – welke wordt geactualiseerd en onderbouwd met due diligence onderzoek – en op basis van de informatie over de uitgevende instelling en de transactie die hem door de diverse betrokken partijen in de loop van het proces wordt verstrekt. Het juridisch getinte prospectushoofdstuk over de rechten die aan de uit te geven aandelen kleven stelt hij veelal zelf, aan de hand van de statuten van de uitgevende instelling, in concept op. De advocaat van de lead manager voert een uitgebreid juridisch onderzoek naar de uitgevende instelling uit en rapporteert hierover aan zijn cliënt. Hij verifieert het prospectus aan de hand van zijn bevindingen. Beide advocaten spelen buiten hun bemoeienis met het prospectus een belangrijke rol bij de juridische begeleiding van de transactie.

Meteen komt een essentieel verschil aan het licht tussen de rol van de accountant en die van de advocaat. Van de accountant wordt een *eigen* verklaring (omtrent de getrouwheid van de jaarrekening) in het prospectus opgenomen, van de advocaat in beginsel niet. Weliswaar kan het hoofdstuk over de rechten die aan de effecten kleven door de advocaat zijn opgesteld, maar het verschijnt niet onder vermelding van zijn eigen naam in het prospectus. Ook dit hoofdstuk moet daarom worden gezien als een samenstel van mededelingen van de uitgevende instelling zelf. De enkele vermelding in het prospectus dat een bepaalde advocaat in de transactie als adviseur van de uitgevende instelling (of van het syndicaat) heeft opgetreden maakt het prospectus nog niet tot zijn eigen verklaring.¹¹⁹

In het prospectus wordt vaak vermeld dat de advocaat de geldige uitgifte van de effecten heeft bevestigd. Dit is een impliciete verwijzing naar de legal opinion welke, in navolging van de praktijk op de Amerikaanse kapitaalmarkt, in praktisch iedere emissie van de advocaat van de uitgevende instelling¹²⁰ op schrift wordt gevraagd. Deze legal opinion is gericht aan het begeleidende bankensyndicaat of aan de lead manager als vertegenwoordiger daarvan. De kern van de opinion wordt gevormd door de bevestiging dat de aan te bieden effecten ‘*are legally issued, fully paid-up and non-assessable*’.¹²¹ Een andere belangrijke bevestiging die in de opinion wordt gegeven is, dat het eerder genoemde hoofdstuk over aandeelhoudersrechten in overeenstemming is met de wet en de statuten van de uitgevende instelling. De legal opinion is uiteraard wel een eigen verklaring van de advocaat.

118 In vroegere tijden werd deze rol wel vervuld door de lead manager zelf of diens advocaat.

119 In die zin ook Meerburg 2004, p. 191, noot 133. De namen van de uitgevende instelling, de managers en de betrokken accountants- en advocatenkantoren worden gewoonlijk op de laatste pagina van het prospectus vermeld in het zogenaamde ‘voetbalveld’.

120 En meestal ook van de advocaat van de lead manager.

121 De opinion betreft dus de geldigheid van de emissie en wordt daarom wel aangeduid als de ‘legality opinion’. Van Dijk 2016, hoofdstuk 9, spreekt van de ‘validly issued opinion’. Over de inbedding van deze opinion in het Amerikaanse effectenrecht zie Meerburg 2004, p. 162-164; Van Dijk 2016, notenapparaat bij hoofdstuk 9.

Verricht de advocaat met het afgeven van de legal opinion een handelspraktijk? Weinig twijfel kan bestaan over het feit dat de advocaat als opiniegever optreedt ‘ten behoeve van’ zijn cliënt, zijnde de uitgevende instelling, en dat hij daarmee als ‘handelaar’ in de zin van art. 6:193a lid 1(b) BW kwalificeert. Het geven van de opinion valt immers onder zijn werkzaamheden als opdrachtnemer van de uitgevende instelling. Evenmin lijkt aan twijfel onderhevig dat de legal opinion een ‘voorstelling van zaken’ is welke ‘rechtstreeks verband houdt met verkoopbevordering, verkoop of levering’ zoals bepaald wordt in art. 6:193a lid 1(d) BW. De opinion betreft immers de aangeboden effecten en het afgeven ervan is een *conditio sine qua non* voor het doorgang vinden van de emissie. De opinion is echter uitsluitend gericht tot de het syndicaat c.q. de lead manager als vertegenwoordiger daarvan, en niet tot (consument-)beleggers. De leden van het syndicaat plaatsen de effecten weliswaar door naar beleggers, maar de opinion, die doorgaans bepaalt dat alleen de syndicaatsleden erop mogen vertrouwen, blijft in hun dossier. Omdat gerichtheid tot de consument ontbreekt, kwalificeert de opinion niet als handelspraktijk in de zin van art. 6:193a lid 1 (d) BW. Evenmin kan mijns inziens van ‘openbaarmaking’ in de zin van art. 6:194 BW onder beleggers worden gesproken. Verspreiding vindt slechts plaats binnen het syndicaat.

Wanneer de syndicaatsleden door beleggers worden aangesproken wegens misleiding in het genoemde hoofdstuk over aandeelhoudersrechten waarvan de advocaat de conformiteit met de statuten in zijn opinion heeft bevestigd, kunnen zij regres op hem nemen. Verdedigbaar is dat zij dan een beroep kunnen doen op art. 6:194 BW. Deze bepaling beoogt immers hen die handelen in de uitoefening van hun bedrijf, in dit geval de syndicaatsleden, te beschermen tegen misleidende mededelingen omtrent aangeboden goederen. Met name in geval van een overgenomen emissie kan worden betoogd dat de effecten (goederen) aan de syndicaatsleden zijn aangeboden. Wel geldt in dat geval een (zeer) hoge misleidingsmaatstaf te weten de kennis en ervaring van een gemiddelde syndicaatsbank, want de opinion is uitsluitend binnen het syndicaat verspreid. Zulks volgt uit HR 30 mei 2008, NJ 2010, 622 m.nt. J.B.M. Vranken; JOR 2008/209 m.nt. B.J. de Jong (De Boer c.s./TMF Financial Services).¹²² Het kennisniveau wordt mede bepaald door de kennis van de advocaten van het syndicaat die de opinion vóór afgifte reviewen en daarbij aanpassingen kunnen stipuleren. Op deze wijze lijkt de opiniërende advocaat een verdedigingswal te kunnen opbouwen tegen een actie van syndicaatsleden ex art. 6:194 BW.

De advocaat is inhoudsbepaler van de door hemzelf afgegeven opinion en moet daarom de dubbele bewijslastomkering van art. 6:195 BW tegen zich laten gelden.

Meer in het algemeen, buiten de specifieke context van art. 6:193a/194 BW, is wel de gedachte geuit dat de kring van ‘opiniongerechtigden’ veel breder is dan uitsluitend de in de opiniegeadresseerden. Deze kring zou dan bestaan uit allen van wie de opiniegever weet of behoort te weten dat zij (zeer) waarschijnlijk op de opinion zullen vertrouwen bij het nemen van een beslissing over een bepaalde

122 Besproken in par. 7.4.

transactie.¹²³ Volgens deze gedachtegang zouden beleggers de opiniegever rechtstreeks ex art. 6:162 BW kunnen aanspreken, ook al is de opinie slechts tot het syndicaat gericht. Met het aannemen van een dergelijke ‘kringverbreding’ zonder uitdrukkelijke instemming van de opiniegever dient mijns inziens grote terughoudendheid te worden betracht. Het lijkt in beginsel niet redelijk om aan de advocaat de controle over het bereik van zijn eigen verklaringen te ontzeggen. Als er al bijzondere omstandigheden zouden zijn die hiervoor pleiten, dan lijkt in ieder geval een voorwaarde te zijn dat beleggers van de integrale opinie – inclusief de aannames en beperkingen die daarin gebruikelijk worden opgenomen – kennis hebben kunnen nemen. Men komt dan toch weer terug op het vereiste dat de opinie op de een of andere wijze openbaar moet zijn gemaakt voor het beleggend publiek. In de Nederlandse praktijk is hiervan geen sprake.¹²⁴

Een laatste invalshoek die belicht dient te worden is die van de prospectusverantwoordelijkheid. Trekt een advocaat (of andere adviseur) die zelf een deel van het prospectus concipieert daardoor een zekere verantwoordelijkheid jegens beleggers naar zich toe, ook al betreft het niet zijn *eigen* verklaring en ook al staat slechts de uitgevende instelling als (formeel) verantwoordelijke partij in het prospectus vermeld? Het zou dan een verantwoordelijkheid betreffen die voortvloeit uit (in termen van de Amerikaanse doctrine) ‘substantial participation’ aan het voorbereidingstraject of uit (in termen van het Ntinionik en Pikoulas arrest van het Europese HvJ¹²⁵) ‘de economische en organisatorische realiteit van de emissie’ waarin de advocaat een bepaalde rol heeft gespeeld. In het voorgaande is door mij verdedigd dat het Ntinionik en Pikoulas-arrest aan de nationale rechter ruimte lijkt te laten voor een dergelijke, meer inhoudelijke benadering van de verantwoordelijkheid voor het prospectus. Maakt de rechter van die ruimte gebruik, dan zou art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn voorschrijven dat een actie van beleggers tegen de betrokken adviseur niet onmogelijk of uiterst moeilijk mag worden gemaakt (beginsel van effectieve rechtsbescherming). Dit zou de rechter er bijvoorbeeld toe kunnen brengen om in een actie ex art. 6:162 BW de bewijslast om te keren ten gunste van de agerende beleggers.¹²⁶ Of het die kant op zou moeten gaan is een rechtspolitieke keuze.

13.6.7 Effectenbeurs

In geval van een aanbieding van effecten die op een gereguleerde markt zullen worden verhandeld, kan de betreffende effectenbeurs betrokken zijn bij de publicatie van het prospectus. Art. 5:21 lid 3(d) Wft opent de mogelijkheid dat het prospectus op de website van de effectenbeurs wordt geplaatst. Van deze

123 Zie Meerburg 2004, p. 161 met verwijzingen.

124 Bij (bepaalde) aanbiedingen van effecten op de Amerikaanse markt wordt de opinie, als bijlage bij de registration statement en het prospectus, wél gepubliceerd door plaatsing op een door de SEC beheerde website. De aansprakelijkheidsrisico’s van de opiniegever kunnen dan toenemen. Zie Meerburg 2004, p. 162 e.v. Het instemmen door de advocaat met openbaarmaking kan worden beschouwd als een ‘laten openbaar maken’ in de zin van art. 6:194, aldus Meerburg 2004, p. 191 met verwijzingen. Van Dijk merkt op dat het in die gevallen veelal een tot de uitgevende instelling zelf gerichte ‘validly issued opinion’ betreft, die door publicatie echter wel strekt ten behoeve van beleggers in de aandelen. De SEC, die de opinie beoordeelt aan de hand van door haar zelf opgestelde richtlijnen, stelt de eis dat beleggers op deze opinie moeten kunnen afgaan en accepteert op dit punt geen beperkingen in de ‘reliance paragraaf’ van de opinie. Zie voor e.e.a. Van Dijk 2016, p. 434 en p. 551 e.v.

125 HvJEG 5 juli 2007, C-430/05, JOR 2007/210 (Ntinionik en Pikoulas), behandeld in par. 5.5.5.3.

126 Zie voor een uitwerking van het voorgaande par. 5.5.5.3 en 5.5.5.4; par. 13.2.

mogelijkheid wordt in de Nederlandse praktijk veelal gebruik gemaakt. Publicatie van het prospectus op de website van Euronext Amsterdam vindt doorgaans plaats zodra de AFM het prospectus heeft goedgekeurd.

Afhankelijk van de technische route waarlangs publicatie plaatsvindt is er de mogelijkheid dat Euronext Amsterdam aan de uitgevende instelling een dienst van de informatiemaatschappij in de zin van art. 3:15d lid 3 BW verleent. Deze kan variëren van *mere conduit* of 'blote transmissie' (functie van doorgeefluik) tot 'hosting', indien de dienstverlening gepaard zou gaan met opslag van het prospectus op een eigen server.¹²⁷ Voor partijen die diensten van de informatiemaatschappij verrichten geeft art. 6:196c BW enkele wettelijke vrijwaringen van aansprakelijkheid. Een belangrijke voorwaarde voor het inroepen van deze vrijwaringen is, dat de dienstverlener de informatie niet selecteert of wijzigt (in geval van 'blote transmissie', zie lid 1). Indien sprake is van 'hosting' is een voorwaarde dat de dienstverlener niet weet of behoort te weten dat de informatie een onrechtmatig karakter heeft (lid 4). Dit wordt doorgaans geacht het geval te zijn, wanneer de dienstverlener geen actieve rol heeft gespeeld in de verhouding tussen de aanbieder en potentiële kopers, zodat hij op die manier niet vertrouwd kan zijn geraakt met de inhoud van de informatie. De rol van de dienstverlener in de verhouding aanbieder-klant dient neutraal te zijn geweest. Dat betekent onder meer dat de dienstverlener zich niet bezig houdt met het inrichten en optimaliseren van de informatie.¹²⁸ Op het eerste gezicht lijkt de rol die Euronext Amsterdam bij de publicatie van het prospectus vervult een neutrale te zijn. Een beroep op een van de safe harbours van art. 6:196c lid 4 BW ligt dan ook voor de hand. Aangenomen moet worden dat art. 6:196c BW derogeert aan art. 6:193a/194 e.v. BW.¹²⁹

In de praktijk heeft zich echter de gewoonte ontwikkeld dat Euronext Amsterdam, lopende de noteringsaanvraag, op specifieke delen van het prospectus een zekere mate van invloed is gaan uitoefenen. Het betreft passages die betrekking hebben op technische aspecten van de beurshandel. In het bijzonder wordt er bij de uitgevende instelling op aangedrongen om op het voorblad van het prospectus een disclaimer op te nemen, waarbij aansprakelijkheid van Euronext voor (het terugdraaien van transacties in het kader van) de *as-if-and-when-issued*-handel

127 Zie voor het begrip 'dienst van de informatiemaatschappij' en de verschillende categorieën daarbinnen Bartels & Schaub 2007, p. 272 en 284-286. Volgens Verkade 2011, p. 28 kan openbaarmaking door loutere verspreiders als bedoeld in art. 6:194 BW vergeleken worden met 'hosting'.

128 Wanneer nog kan worden gesproken van een neutrale rol van de dienstverlener is bijv. ingevuld door Hof Leeuwarden 22 mei 2012, Computerrecht 2012/155 m.nt. A.R. Lodder (Stokke c.s./Marktplaats). In dat arrest wordt verwezen naar HvJEG 12 juli 2011, C-324/09 (L'Oréal/eBay).

129 Aldus t.a.v. art. 6:194 BW Verkade 2011, p. 28, met een beroep op het maximum harmoniserend karakter van de aan art. 6:196c BW ten grondslag liggende E-commercerichtlijn 2000/31/EG (naar ik hem begrijp: tegenover de minimum harmonisatie waarin Richtlijn 84/450 voorziet). Richtlijn 2005/29/EG inzake OHP gaat evenals de E-commercerichtlijn uit van maximum harmonisatie. Wellicht kan het derogeren van art. 6:196c aan art. 6:193a e.v. BW worden verdedigd met een beroep op considerans (10) van de Richtlijn OHP, welke onder meer bepaalt dat de richtlijn slechts van toepassing is 'voor zover er geen specifieke communautaire wetsbepalingen bestaan betreffende specifieke aspecten van oneerlijke handelspraktijken, zoals de informatieverplichtingen en regels voor de wijze waarop de informatie aan de consument wordt gepresenteerd'. Ik zou menen dat de E-commercerichtlijn specifieke aspecten regelt en dat deze daarom dient te derogeren.

wordt uitgesloten.¹³⁰ Men kan zich afvragen of met deze vorm van inhoudelijke bemoeienis, hoe gering ook, sprake is van wijziging of selectie van informatie (art. 6:196c lid 1(c) BW) dan wel of wellicht sprake is van een actieve rol die gepaard gaat met kennis van de informatie (art. 6:196c lid 4 BW).

Mocht de conclusie luiden dat de beurs geen beroep toekomt op de wettelijke vrijwaring van art. 6:196c BW, dan rijst de vraag of beleggers haar mogelijk kunnen aanspreken voor schade veroorzaakt door plaatsing van misleidende prospectusinformatie op haar website. De effectenbeurs handelt als dienstverlener en marktexploitant ‘ten behoeve van’ de uitgevende instelling en kwalificeert daarmee als handelaar in de zin van art. 6:193b lid 1(b) BW. Plaatsing van het prospectus op de website geschiedt in het kader van de emissie en houdt daarom rechtstreeks verband met verkoop(bevordering) van effecten. Het consumentenpubliek heeft toegang tot de website. Met dit alles verricht de effectenbeurs een handelspraktijk in de zin van art. 6:193a lid 1(d) BW.¹³¹ Ook maakte zij het prospectus openbaar of laat zij dit doen via haar externe internet provider (art. 6:194 BW).

Heeft de effectenbeurs, door input te geven op de handelstechnische onderdelen van het prospectus en de disclaimer, de inhoud en inkleding van het prospectus – zij het voor een zeer beperkt deel – mede bepaald in de zin van art. 6:195 BW? Uitgaande van de heersende leer zoals die zich heeft ontwikkeld na het wijzen van het Coop-arrest van de Hoge Raad – i.e. het prospectus bestaat tegelijkertijd uit één mededeling die meerdere mededelingen omvat – lijkt het antwoord op het eerste gezicht bevestigend te luiden.¹³² Gezien als één mededeling heeft de effectenbeurs de inhoud van het prospectus immers ten dele bepaald. In de Coop-zaak betreft het echter het ‘bepalerschap’ onder art. 6:195 BW van de lead manager. De lead manager is de partij die de coördinatie van het gehele transactieproces, inclusief het opstellen van het prospectus, in handen heeft. Hij is bij machte de inhoud en inkleding van het prospectus in de volle breedte te beïnvloeden. Het bepalerschap van de lead manager wordt dan ook door de Hoge Raad, met verwijzing naar de parlementaire geschiedenis, aangenomen op de grond dat

‘degene die een door hem samengestelde tekst heeft openbaar gemaakt, zeer wel door de keuze van de daarin opgenomen mededelingen, de inhoud en inkleding van die mededelingen zelf geheel of ten dele [kan] hebben bepaald’.¹³³

130 Onder *as-if-and-when-issued*-handel, ook wel aangeduid als de ‘grijze markt’, wordt verstaan de handel ter beurze die plaatsvindt gedurende een periode van twee à drie beursdagen voordat de effecten daadwerkelijk worden uitgegeven en/of geleverd. Eigenlijk betreft het dus handel in toekomstige effecten. Mocht de emissie op het laatste moment geen doorgang vinden, bijv. wegens ‘zwaar weer’ op de financiële markten, dan worden deze aiw-transacties niet uitgevoerd. Dit kan schade voor beleggers tot gevolg hebben, bijv. in de vorm van misgelopen koerswinst. Zie voor een voorbeeld van een dergelijke disclaimer het voorblad van het prospectus van ABN AMRO Group NV van 10 november 2015, vijfde alinea. De disclaimer strekt in dat geval niet slechts ten behoeve van Euronext, maar ook ten behoeve van (o.m.) de uitgevende instelling, de verkopende aandeelhouder, het syndicaat, de listing agent en de financiële adviseurs.

131 Indien de bejegening van consumenten via een externe internet provider plaatsvindt, is in technische zin sprake van indirecte bejegening. Deze past in de door mij verdedigde ruime opvatting van het begrip ‘handelspraktijk’ (zie par. 13.4.2).

132 Zie par. 11.4 n.a.v. HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade (Coop).

133 Coop arrest, r.o. 4.3.

Het projecteren van deze overweging op de effectenbeurs zou inhouden dat het prospectus een door de effectenbeurs ‘samengestelde tekst’ zou zijn waarop door deze invloed zou kunnen worden uitgeoefend door ‘de keuze van de daarin opgenomen mededelingen’. Dit is niet in overeenstemming met de realiteit. Het aanmerken van de effectenbeurs als mede-inhoudsbepaler van het *gehele* prospectus vereist naar mijn mening dan ook een oprekking van de leer die zich na het wijzen van het Coop-arrest heeft gevormd inzake het bepalerschap van de lead manager welke ik niet verantwoord acht. De effectenbeurs is inhoudsbepaler van eventuele van *haarzelf* afkomstige mededelingen in het prospectus, maar niet van de *overige* prospectusinformatie.

Dit zou betekenen dat bij een actie van bedrijfsmatig handelende beleggers onder art. 6:194 BW de bewijslast niet wordt omgekeerd en op de schouders van beleggers blijft rusten.¹³⁴ Daarmee wordt een afwijkend resultaat bereikt in vergelijking met de consumentenroute van art. 6:193a BW, volgens welke immers wel sprake is van een handelspraktijk van de effectenbeurs. Het komt mij, gezien de rechtseenheid en de minimale bemoeienis van de effectenbeurs met het opstellen van het prospectus, wenselijk voor dat de rechter dit verschil glad trekt via de passendheidstest van art. 6:193j BW. ‘Gelet op de omstandigheden van het geval en (...) de rechtmatige belangen’ van de effectenbeurs is de bewijslastomkering van art. 6:193j BW hier niet op zijn plaats.¹³⁵

Overigens valt te verwachten dat de effectenbeurs, ook wanneer de bewijslast wel zou worden omgekeerd, met succes een toerekenbaarheidsverweer kan voeren. Van de beurs wordt immers geen inhoudelijke controle op het prospectus verwacht. Zo lijken art. 6:196c en art. 6:193a/194 e.v. BW normaal gesproken tot een gelijk resultaat te leiden.¹³⁶

13.6.8 Toezichthouder

Het prospectus dat ingevolge art. 5:2 Wft wordt uitgebracht in verband met een aanbieding van effecten aan het publiek of toelating daarvan tot de handel op een gereguleerde markt behoeft voorafgaande goedkeuring door de AFM ex art. 5:9 Wft. Ingevolge art. 1:107 lid 3(d) Wft draagt de AFM ‘onverwijld’ na goedkeuring zorg voor inschrijving van het prospectus in een daartoe door haar aangehouden register. Dit register is toegankelijk via de website van de AFM. Niet alleen wordt het prospectus in het register ingeschreven, ook verleent het register via een hyperlink toegang tot de volledige tekst van het prospectus. Tot dit laatste is de AFM volgens de letter van art. 1:107 lid 3(d) Wft strict genomen niet verplicht. Het register bevat een disclaimer dat vermelding van een prospectus daarin niet als aanbieding in de zin van art. 5:1 Wft dient te worden aangemerkt.

Het toegankelijk maken van het prospectus via een hyperlink is door de AFM tot ‘standaard’ onderdeel van de registratieprocedure gemaakt. De uitgevende instelling kan op deze procedure geen invloed uitoefenen en kan niet voorkomen

134 Tenzij natuurlijk de actie specifiek gericht is op de mededelingen van de effectenbeurs zelf in het prospectus.

135 Een parallel is te trekken met de geringe bemoeienis met het prospectus van de co-managers, ten aanzien van wie in de literatuur eveneens een suggestie tot verlichting van de bewijspositie is gedaan. Zie par. 13.6.2 (tekst bij noot 78 met verwijzing naar Hoever 2011, p. 257).

136 In deze zin ook Verkade 2011, p. 29.

dat beleggers via de website van de AFM toegang tot het prospectus krijgen. Van belang is ook dat het register niet ten behoeve van de uitgevende instelling, maar ten behoeve van het belegend publiek wordt aangehouden. De parlementaire geschiedenis bij de Wft vermeldt in dit verband:

‘Het primaire doel van het register is het zijn van informatiebron voor cliënten, potentiële cliënten en andere wederpartijen van de geregistreerde teneinde te kunnen nagaan of een bepaalde activiteit in beginsel legaal wordt verricht.’¹³⁷

Anders dan (mogelijk) het geval is voor de effectenbeurs, kan mijns inziens niet gesteld worden dat de AFM een dienst van de informatiemaatschappij in de zin van art. 3:15d lid 3 BW verleent. Daarvoor is onder meer vereist dat dienstverlening ‘op individueel verzoek van de afnemer van de dienst’ wordt verricht. Het vanaf de AFM-website via een hyperlink toegankelijk maken van het prospectus vindt doorgaans niet plaats op verzoek van enige partij, maar in verband met het inschrijven van het prospectus in het register, hetgeen een wettelijke verplichting is van de AFM. Mocht de AFM door beleggers worden aangesproken wegens het publiceren van een misleidend prospectus op haar website, dan komt haar derhalve – anders dan de effectenbeurs – geen beroep op de wettelijke uitsluiting van aansprakelijkheid van art. 6:196c BW toe. Overigens zouden beleggers een dergelijke vordering naar mijn mening slechts op art. 6:162 BW, en niet op art. 6:193a/194 e.v. BW kunnen baseren. Het toegankelijk maken door de AFM van het prospectus houdt immers, mede gelet op het hierboven vermelde doel van het register, in beginsel geen verband met verkoopbevordering van de effecten. Onder normale omstandigheden kan evenmin worden betoogd dat de AFM door plaatsing van een hyperlink naar het prospectus als handelaar ‘ten behoeve van’ de uitgevende instelling optreedt.

Een en ander zou wellicht anders zijn wanneer de uitgevende instelling de AFM expliciet verzoekt een hyperlink naar het prospectus te plaatsen, daarmee opererend voor de route van art. 5:21 lid 3(e) Wft als methode van algemeenverkrijgbaarstelling van het prospectus. In dat geval kan echter weer betoogd worden dat de AFM een dienst van de informatiemaatschappij als bedoeld in art. 3:15d BW verleent en kan aansprakelijkheid worden gepareerd met een beroep op art. 6:196c BW.

Op 1 juli 2012 is een nieuw art. 1:25d Wft ingevoerd, op grond waarvan de AFM, haar bestuursleden, commissarissen en werknemers niet aansprakelijk zijn voor schade veroorzaakt door een handelen of nalaten in de uitoefening van een wettelijke taak of bevoegdheid, tenzij de schade in belangrijke mate het gevolg is van (kort gezegd) opzet of grove schuld.¹³⁸ Met het inschrijven van een goedgekeurd prospectus in het register geeft de AFM uitvoering aan de haar door art. 1:107 lid 3(d) Wft opgedragen taak. Mogelijke vorderingen van beleggers wegens inschrijving van een misleidend prospectus kunnen door de AFM dan

137 Kamerstukken II 2003-2004, 29 708, nr. 3, p. 60.

138 Wet van 7 juni 2012, Stb. 2012, 265. Voor argumenten voor en tegen beperking van aansprakelijkheid van financiële toezichthouders, zie Busch 2011. Sachtie betoogt dat het grove schuld criterium van art. 1:25d Wft, dat *wetenschap* van de toezichthouder ten aanzien van zijn eigen onrechtmatig handelen lijkt te impliceren (subjectieve uitleg), een ‘veel hogere drempel voor aansprakelijkheid’ vormt dan de tot voor kort geldende norm van HR 13 oktober 2006, NJ 2008, 527 m.nt. C.C. van Dam bij NJ 2008, 529; JOR 2006/295 m.nt. D. Busch (De Nederlandsche Bank/Stichting Vie d’Or); zie Sachtie 2012, par. 3.3.

ook worden gepareerd met een beroep op het nieuwe art. 1:25d lid 2 Wft. In het voorgaande werd geconstateerd dat de AFM het misleidende prospectus doorgaans niet alleen inschrijft in het register, maar ook op haar website toegankelijk maakt met een hyperlink. Verdedigbaar is dat de AFM daarmee verder gaat dan het loutere ‘inschrijven’ van het prospectus in het register – zoals wordt vereist door art. 1:107 lid 3 (d) Wft – en niet langer handelt ‘in’ de uitoefening van een wettelijke taak of bevoegdheid. De wettelijke aansprakelijkheidsbeperking van art. 1:25d lid 2 Wft zou dan niet kunnen worden ingeroepen.¹³⁹

In uitzonderlijke situaties kan een beroep op de wettelijke aansprakelijkheidsbeperking niet opgaan, bijvoorbeeld wanneer abusievelijk een niet goedgekeurd – en naar achteraf blijkt misleidend – prospectus in het register wordt ingeschreven en met een hyperlink toegankelijk wordt gemaakt. Verdedigbaar is dat in een dergelijke situatie sprake is van grove schuld aan de zijde van de AFM.¹⁴⁰

Naast aansprakelijkheidsaspecten van de *inschrijving* van een misleidend prospectus in het register en het toegankelijk maken daarvan via een hyperlink speelt de vraag in welke gevallen de AFM aansprakelijk kan worden gehouden voor het ten onrechte *goedkeuren* van een – naar achteraf blijkt – misleidend prospectus. Aansprakelijkheid zal ook in dat geval moeten worden gegrond op art. 6:162 BW, niet op art. 6:193a/194 BW. Het goedkeuren door de AFM van het prospectus ex art. 9 Wft maakt deel uit van het door de AFM uit te oefenen gedragstoezicht op de financiële markten. De vraag die opkomt is, of het door de AFM uitgeoefende prospectustoezicht met gebruik van de goedkeuringsbevoegdheid van art. 9 Wft strekt ter bescherming van individuele beleggers tegen koersschade. Ofwel, voldoet een vordering tot schadevergoeding van beleggers aan het relativiteitsvereiste van art. 6:163 BW? Ten aanzien van het (thans) door DNB uitgeoefende toezicht op de verzekeringssector heeft de Hoge Raad deze vraag bevestigend beantwoord in een van de *Vie d’Or*-arresten.¹⁴¹ Op grond van de parlementaire geschiedenis van de Wft moet worden aangenomen dat ook het gedragstoezicht van de AFM op de financiële markt ten doel heeft de individuele vermogensbelangen van (onder meer) beleggers te beschermen.¹⁴²

Daarmee zijn beleggers er nog niet, want zoals hierboven bleek biedt art. 1:25d Wft slechts ruimte voor aansprakelijkheid van de toezichthouder in geval van opzet of grove schuld. Het zal sterk van de feitelijke omstandigheden afhangen of het ten onrechte verlenen van goedkeuring aan een (misleidend) prospectus als zodanig kan worden aangemerkt. Grove schuld zou zich kunnen voordoen in situaties waarin de AFM een prospectus goedkeurt, wetende dat bepaalde informatie daarin ontbreekt welke noodzakelijk is voor een verantwoorde oordeelsvorming van de belegger in de zin van art. 5:13 Wft. Aan die bepaling

139 Ook dit komt anders te liggen in gevallen waarin de uitgevende instelling er bewust voor kiest het prospectus via de website van de AFM algemeen verkrijgbaar te stellen en de AFM expliciet verzoekt de hyperlink te plaatsen. In dat geval is sprake van uitoefening door de AFM van een wettelijke taak – en wel ex art. 5:21 lid 3(e) Wft – en staat een beroep op art. 1:25d lid 2 Wft open.

140 Voor het vaststellen van aansprakelijkheid zullen in dat geval alsnog de hindernissen van (1) causaal verband tussen onbehoorlijke taakvervulling en schade en (2) relativiteit moeten worden genomen.

141 HR 13 oktober 2006, NJ 2008, 527 m.nt. C.C. van Dam bij NJ 2008, 529; JOR 2006/295 m.nt. D. Busch (De Nederlandsche Bank/Stichting Vie d’Or).

142 In die zin Van Praag 2013, p. 918-919 met verwijzing naar Kamerstukken I 2003-2004, 29 708, nr. 3, p. 18.

dient de AFM immers bij het al dan niet verlenen van goedkeuring ex art. 9 Wft (mede) te toetsen.

13.6.9 *Analisten*

Beleggers plegen tot aankoop van beursgenoteerde effecten over te gaan op basis van de informatie die daarover in de markt beschikbaar is. Bij een beursgang of emissie is deze informatie gecondenseerd in het prospectus. Een belangrijke bron van informatie buiten het prospectus zijn de onderzoeks- of researchrapporten van analisten. Analisten zijn financiële of marktdeskundigen die op regelmatige basis onderzoek doen naar bepaalde ondernemingen of marktsectoren. Zij baseren hun bevindingen deels op openbare informatie die beschikbaar is over een bepaalde onderneming of sector, deels op niet-openbare informatie. Deze laatste ontvangen zij doorgaans van het management van de onderneming. Verstrekte niet-openbare informatie mag in beginsel niet materieel en daardoor koersgevoelig zijn, omdat anders zou worden gehandeld in strijd met het tipverbod.¹⁴³

Analisten kunnen vanuit verschillende hoeken op de markt actief zijn. Coffee deelt hen in drie categorieën in: (1) analisten in dienst van institutionele beleggers (koperszijde), die onderzoek verrichten voor hun werkgever; (2) analisten in dienst van investment banks (verkoperszijde); (3) een kleine groep min of meer onafhankelijke analisten.¹⁴⁴ De analist die werkzaam is voor een investment bank is doorgaans sterk gespecialiseerd in een of meer bepaalde sectoren. De rapportage die hij uitbrengt in het kader van een beursgang is in de eerste plaats, veelal tegen betaling, bestemd voor een selecte groep institutionele klanten van de bank.¹⁴⁵ Bij de lead manager wiens emissieafdeling betrokken is bij de plaatsing van nieuw uit te geven aandelen en het opstellen van het prospectus zijn elders in de organisatie analisten werkzaam. De emissieafdeling en analisten hebben ten aanzien van de beursintroductie essentieel verschillende invalshoeken. De emissieafdeling heeft als doel de effecten succesvol in de markt te plaatsen en is dus gebaat bij positieve berichtgeving. Daarentegen is het de taak van de analist om in zijn rapport een afgewogen, onderbouwd deskundig oordeel over de uitgevende instelling neer te leggen. Zulks is in het belang van de institutionele klanten aan wie de rapportage ter beschikking wordt gesteld, maar niet noodzakelijkerwijs in het commerciële belang van de bank. Uitvoerige regelgeving is dan ook van kracht om belangenconflicten tussen de bank en haar klanten te vermijden en om analisten in staat te stellen hun werk in onafhankelijkheid te doen. Commu-

143 Het tipverbod is gecodificeerd in art. 14(c) Verordening marktmisbruik, dat sinds 3 juli 2016 in de plaats is gekomen van art. 5:57 (oud) Wft. Volgens Hoff is denkbaar dat koersgevoelige informatie onder omstandigheden toch wordt verstrekt aan analisten van een bank die de kapitaalmarkttransactie voorbereidt op basis van (het voormalige) art. 5:25i lid 5 Wft. Zie Hoff 2011, p. 546. Deze bepaling stelt wel als voorwaarde dat de informatie gelijktijdig algemeen verkrijgbaar wordt gesteld.

144 Coffee 2006, p. 247-248.

145 Zie Horsten 2011, p. 417. Uiteraard wordt ook buiten de context van een beursgang of emissie research door analisten verricht. De daarop gebaseerde researchrapporten worden door beleggingsondernemingen vaak ook aan hun particuliere klanten (consument-beleggers) aangeboden en gaan in voorkomend geval gepaard met een aanbieding van de betreffende effecten door de beleggingsonderneming aan deze klanten. Laatstgenoemden kunnen dan een eventuele vordering tot vergoeding van schade wegens een misleidend research rapport instellen op grond van de Wet OHP. De (uitvoerige) verhandeling van Arons spitst zich toe op die situatie, i.e. aansprakelijkheid jegens de consument-belegger *buiten* ipo-context. Zie Arons 2013, i.h.b. p. 803-808. In deze paragraaf beperk ik mij tot aansprakelijkheid van analisten jegens professionele beleggers *binnen* de context van beursgang of emissie.

nicatie tussen de emissieafdeling en de analisten wordt zoveel mogelijk vermeden (Chinese walls).¹⁴⁶ Daarnaast is alles erop gericht de indruk te vermijden dat het researchrapport dezelfde status heeft als het prospectus. Het researchrapport geeft, anders dan het prospectus, het resultaat van persoonlijk onderzoek van de auteur weer en streeft in veel mindere mate volledigheid na. Het kan impliciete of expliciete beleggingsaanbevelingen bevatten, hoewel getracht wordt dit zoveel mogelijk te vermijden.¹⁴⁷

Om aan het bovenstaande strict de hand te houden worden aan de analisten werkzaam bij de diverse syndicaatsbanken door (de advocaat van) de lead manager zogeheten research guidelines verstrekt. Deze geven de toepasselijke regelgeving beknopt weer en bevatten andere praktische wenken voor het opstellen van researchrapportage. Horsten vat het doel van deze research guidelines (kort weergegeven en voor zover hier van belang) als volgt samen: (1) het beperken van het risico van aansprakelijkheid van de syndicaatsbanken voor researchrapporten, in het bijzonder door in de rapportage de indruk te vermijden dat deze is goedgekeurd of geautoriseerd door de uitgevende instelling en/of de syndicaatsbanken in hun hoedanigheid van emissiebegeleiders; (2) het vermijden van de indruk dat researchrapporten als onderdeel van het prospectus of andere aanbiedingsdocumentatie worden gezien; (3) het verzekeren van materiële consistentie tussen feitelijke informatie in het researchrapport en het prospectus.¹⁴⁸ Teneinde dit laatste te bewerkstelligen voorzien de research guidelines doorgaans in de bevoegdheid (niet: de verplichting) van de lead manager om de rapportage op feitelijke juistheid en consistentie met het prospectus te controleren. Het moge duidelijk zijn dat tussen deze bevoegdheid en het hierboven sub (1) vermelde principe van non-autorisatie een spanningsveld bestaat waarbinnen het voor de lead manager lastig lavenen is.

Hoezeer ook getracht wordt om researchrapporten zorgvuldig en accuraat op te stellen, niet uitgesloten kan worden dat zij op specifieke punten een misleidend karakter hebben. De misleiding kan gelegen zijn in onjuiste feitelijke informatie, maar ook in een overoptimistische, evident onhoudbare analyse met betrekking tot de uitgevende instelling. De betreffende analist en de investment bank onder wiens naam het rapport is uitgebracht kunnen in dat geval aansprakelijk zijn jegens de professionele beleggers die bij de aankoop van effecten van het rapport gebruik hebben gemaakt. De vraag die zich in het kader van dit onderzoek voordoet is, of een dergelijke aansprakelijkstelling kan plaatsvinden met een beroep op art. 6:193a/194 e.v. BW. Ten aanzien van het al dan niet toepasselijk zijn van de Wet OHP kan men kort zijn. Zoals al werd opgemerkt, wordt researchrapportage in het kader van een beursgang of emissie gewoonlijk uitsluitend ter beschikking gesteld aan professionele klanten van de syndicaatsbanken en niet aan consument-beleggers. Er is geen sprake van enige bejegening van consumenten en derhalve evenmin van een handelspraktijk in de zin van at. 6:193a lid 1(d) BW.

De genoemde professionele klanten vallen in beginsel onder het beschermingsbereik van art. 6:194 e.v. BW. Kunnen zij de analist en zijn werkgever

146 Zie voor e.e.a. art. 35a-i Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (BGfo).

147 Zulks om het researchrapport buiten de reikwijdte van de regelgeving met betrekking tot beleggingsaanbevelingen te houden.

148 Horsten 2011, p. 421-422.

aanspreken met een beroep op deze bepalingen, derhalve met gebruikmaking van de dubbele bewijslastomkering van art. 6:195 BW? Reeds geruime tijd geleden beantwoordden Blom en Boll deze vraag ontkennend in hun preadvies, met als argumentatie dat de analist het researchrapport in beginsel niet opstelt ‘ten behoeve van’ de uitgevende instelling.¹⁴⁹ Ik verschil hierover met hen van mening. Van belang is te onderscheiden tussen analisten die in dienst zijn van een van de syndicaatsbanken en analisten voor wie dit niet geldt. Voor eerstgenoemde groep analisten geldt het volgende. (1) Zij worden, nog voordat het prospectus gereed is, door de uitgevende instelling en de lead manager uitgenodigd om een presentatie bij te wonen waarin informatie wordt verstrekt over de onderneming en de op handen zijnde transactie. Tijdens deze analyst presentation hebben zij de gelegenheid vragen te stellen.¹⁵⁰ (2) Zij ontvangen van de lead manager de bovengenoemde analyst guidelines. Deze beide punten vormen samen een welhaast expliciete uitnodiging om een researchrapport over de uitgevende instelling te vervaardigen. De uitgevende instelling heeft baat bij het uitbrengen van het researchrapport, omdat het tot bekendheid in de markt en daarmee tot een grotere kans op koeporders zal leiden.¹⁵¹ (3) Zoals reeds werd opgemerkt, bevatten de research guidelines doorgaans een bepaling die de lead manager de bevoegdheid verleent de rapportage van analisten op juistheid en consistentie met het prospectus te controleren. Hoewel de lead manager geneigd zal zijn om gedoseerd van deze bevoegdheid gebruik te maken, is het enkele feit dat hij deze bevoegdheid bedingt een aanwijzing temeer dat de uitgevende instelling en de lead manager gebaat zijn bij het uitbrengen van een kwalitatief goed en consistent researchrapport. Uit voornoemde drie omstandigheden volgt dat het uitbrengen van researchrapporten in hoge mate wordt gefaciliteerd en geregisseerd door de uitgevende instelling en de lead manager, dat een en ander plaatsvindt in samenspraak met de betrokken analisten en dat dit alles in het belang van het welslagen van de emissie en daarmee tevens in het belang van de uitgevende instelling en de lead manager is. Anders dan Blom en Boll menen, moeten researchrapporten van aan de syndicaatsbanken verbonden analisten naar mijn mening wel degelijk worden beschouwd als mededelingen ‘ten behoeve van’ de uitgevende instelling – en verdedigbaar ook ‘ten behoeve van’ de lead manager – in de zin van art. 6:194 BW.¹⁵² Daarnaast geldt dat de rapportage openbaar is gemaakt binnen de betreffende groep professionele klanten en dat de bank – alsmede de in haar dienst opererende analist – als inhoudsbepaler moet worden beschouwd. Daarmee is aan alle vereisten van de art. 6:194 en 195 BW voldaan en staat vast dat de betreffende klanten tegen een misleidend rapport kunnen optreden op basis van deze bepalingen.

Voor niet aan de syndicaatsbanken verbonden analisten die – ongevraagd – een researchrapport uitbrengen gelden de genoemde drie omstandigheden niet. Bij gebreke van enige samenwerking- of opdrachtgerelateerde verhouding tussen de uitgevende instelling respectievelijk de lead manager enerzijds en deze analis-

149 Blom & Boll 1995, p. 5. In zijn dissertatie neemt Blom hetzelfde standpunt in, zie Blom 1996, p. 5-6.

150 Zie over de analyst presentation eveneens par. 3.2.2.6 en par. 13.6.9.

151 Uiteraard onder voorwaarde dat de strekking van het rapport gunstig, althans niet ongunstig is. Maar zonder enige rapportage geldt het adagium: onbekend maakt onbemind.

152 Deze conclusie past ook in de door mij voorgestane uitleg van ‘ten behoeve van’ in art. 6:193a lid 1(b) BW, zie par. 13.4.1.

ten anderzijds is de basis voor toepassing van art. 6:194 BW waarschijnlijk te smal. Deze analisten handelen niet ‘ten behoeve van’ de uitgevende instelling en de lead manager. Tegen misleidende rapportage zullen agerende beleggers in dit geval moeten optreden op grond van art. 6:162 BW, derhalve zonder gebruik te kunnen maken van de dubbele bewijslastomkering van art. 6:195 BW. Afhankelijk van de omstandigheden, kan de onrechtmatigheid dan op twee wijzen worden ingevuld. De professionele belegger kan betogen dat bepaalde wettelijke gedragsregels jegens hem niet in acht zijn genomen, bijv. wanneer hem geen (voldoende gedetailleerde) beschrijving van de aard en risico’s van de effecten is verstrekt.¹⁵³ In termen van art. 6:162 BW luidt de stelling dan, dat de investment bank heeft gehandeld in strijd met een wettelijke plicht. Ten tweede kan de belegger een beroep doen op ongeschreven zorgvuldigheidsnormen die door de analist jegens zijn klanten, en mogelijk jegens beleggers in het algemeen, in acht moeten worden genomen. Deze normen raken in het bijzonder aan de gebruikte onderzoeksmethode en aan een mogelijke onderzoeksplicht van de analist.¹⁵⁴

13.6.10 Rating agencies

Credit Rating Agencies (CRA’s) zijn private instituten die de kredietwaardigheid van allerhande overheden en ondernemingen wereldwijd beoordelen. Dit oordeel over de kredietwaardigheid vertaalt zich in een credit rating, welke het risico weergeeft dat de betrokken overheid of onderneming niet aan haar financiële verplichtingen kan voldoen. Behalve op de entiteit zelf kan een rating ook worden afgegeven op obligaties en andere (al dan niet afgeleide) schuldinstrumenten welke zij uitgeeft. In dat geval wordt de rating afgegeven bij emissie van de betreffende effecten. Een credit rating kan zijn verleend op aanvraag van de betreffende onderneming (*solicited*) tegen betaling van een vergoeding dan wel op initiatief van de CRA zelf (*unsolicited*) zonder dat een vergoeding verschuldigd is. De onderneming verleent medewerking aan het ratingproces door de CRA van informatie te voorzien, vaak ook in geval van een *unsolicited* rating. Credit ratings zijn op de kapitaalmarkt van groot belang, omdat zij beleggers in staat stellen om zonder eigen onderzoek¹⁵⁵ een inschatting te maken van het risico dat gemoeid is met het investeren in financiële instrumenten uitgegeven door een bepaalde onderneming of overheid. Ook leggen ratings gewicht in de schaal bij het bepalen van de risico-opslag op de rente die de verstrekkers van vreemd vermogen aan de onderneming in rekening zullen brengen. De drie bekendste, wereldwijd opererende CRA’s zijn Moody’s, Standard & Poor’s en Fitch Ratings. Hun ratings leggen het meeste gewicht in de schaal. Kleinere partijen zijn onder meer Dun & Bradstreet en Morningstar. De CRA’s zijn naar aanleiding van de in 2008 uitgebroken kredietcrisis hevig bekritiseerd, omdat zij tot in een zeer laat stadium hoge ratings zijn blijven afgeven aan financiële instrumenten van dubieuze waarde welke de crisis (mede) hebben veroorzaakt. Daarmee is ook de

153 Professionele beleggers hebben hier recht op ex art. 4:20 lid 1 Wft jo. art. 58f lid 1 en 2 BGfo.

154 Arons 2013, p. 810-813, werkt deze zorgplicht verder uit.

155 Dit uitgangspunt is na het uitbreken van de kredietcrisis in 2008 op losse schroeven komen te staan. Steeds vaker wordt gesteld dat investeerders niet blindelings op een credit rating dienen af te gaan en het gewicht ervan in zekere mate moeten relativeren.

vraag in de belangstelling komen te staan of CRA's door beleggers aansprakelijk kunnen worden gehouden voor het afgeven van een foutieve rating.¹⁵⁶

De aansprakelijkheid van CRA's is sedert kort op Europees niveau geregeld door toevoeging van een nieuw art. 35bis aan de in 2009 uitgevaardigde CRA Verordening. Deze wijziging is in werking getreden op 20 juni 2013.¹⁵⁷ Art. 35bis CRA Verordening kent de belegger een actie tot schadevergoeding toe tegen de CRA wanneer deze 'opzettelijk of met grove nalatigheid' een inbreuk heeft begaan 'die een impact heeft op een rating'.¹⁵⁸ Begrippen als 'opzet', 'grove nalatigheid' en andere juridische concepten in het kader van aansprakelijkheid moeten worden uitgelegd conform het nationale recht dat toepasselijk is op grond van de door de rechter te hanteren verwijzingsregels.¹⁵⁹ Het is de verantwoordelijkheid van de belegger om juiste en gedetailleerde informatie aan te dragen waaruit blijkt dat het ratingbureau een inbreuk op de verordening heeft gemaakt en dat die indruk een impact heeft gehad op de afgegeven rating. De bevoegde nationale rechter bepaalt wat onder juiste en gedetailleerde informatie moet worden verstaan. Daarbij mag hij mee laten wegen dat de belegger mogelijkwelgs geen toegang heeft tot die informatie.¹⁶⁰ Atema en Peek lezen in de verantwoordelijkheid van de belegger tot het aandragen van *informatie* een regel van bewijslastverdeling. Ik zou menen dat hiermee slechts bedoeld wordt op de stelplicht. Wanneer de Europese richtlijngever een regel van bewijslastverdeling op het oog heeft, pleegt hij zich te uiten in termen van het aandragen van *bewijs*.¹⁶¹ De nieuwe regeling van art. 35bis lid 2 CRA Verordening moet mijns inziens dan ook zo worden gelezen, dat aan de nationale rechter de bevoegdheid wordt toegekend om de stelplicht van de belegger te verlichten, in de zin dat aan de feitelijke onderbouwing van zijn stellingen geen al te zware eisen worden gesteld. Pas wanneer de stellingen van de belegger door de CRA voldoende gemotiveerd worden betwist, is bewijslastverdeling aan de orde. Deze wordt mijns inziens door de verordening geheel opengelaten. Wanneer de belegger geen toegang heeft tot relevant bewijsmateriaal en de CRA wel, zal het in de Nederlandse procespraktijk voor de hand liggen de bewijslast ten gunste van de belegger om te keren op grond van de billijkheidsuitzondering van art. 150 Rv.

De mogelijkheid van aansprakelijkstelling onder de regels van nationaal recht wordt uitdrukkelijk open gelaten.¹⁶² De route van art. 35bis CRA Verordening moet dan ook worden gezien als een aanvullend middel dat de belegger desgewenst, naast of in plaats van de middelen die hem onder nationaal recht reeds ter beschikking staan, kan inzetten. De belegger die onder Nederlands recht tegen een CRA wil ageren wegens opname van een foutieve rating in een emissieprospectus, zal wellicht in eerste instantie de voorkeur geven aan het beproeven van

156 Zie meer uitgebreid over de werkzaamheden van CRA's en de rol die zij hebben gespeeld bij aanvang van de kredietcrisis Atema & Peek 2013; Boersma 2010; Van 't Westeinde 2009, alle met verwijzingen naar literatuur.

157 Verordening 1060/2009/EG inzake rating bureaus (*PbEU* 2009, L 302/1) gewijzigd door Verordening 513/2011/EU (*PbEU* 2011, L 145/30) en recentelijk door Verordening 462/2013/EU (*PbEU* 2013, L 146/1).

158 Het moet gaan om een van de inbreuken opgesomd in bijlage III bij de verordening. Voorbeelden zijn het niet opsporen, wegnemen en openbaar maken van belangenconflicten; het niet beoordelen of er redenen tot intrekking van een bepaalde rating zijn.

159 Art. 35bis lid 4 CRA Verordening.

160 Art. 35bis lid 2 CRA Verordening.

161 Zie bijv. art. 12 Richtlijn OHP; art. 6 Richtlijn MVR.

162 Art. 35bis lid 5 CRA Verordening.

een actie op grond van art. 6:193a/194 BW.¹⁶³ Hij is dan immers met het oog op art. 6:193j/195 BW vrijwel verzekerd van dubbele omkering van de bewijslast in zijn voordeel, terwijl hij bij een actie onder de CRA Verordening nog maar moet afwachten of de rechter de bewijslast omkeert. Kan een consument-belegger een CRA aanspreken met een beroep op art. 6:193a e.v. BW? Moeilijk te betwisten valt dat een credit rating in een prospectus een ‘voorstelling van zaken of commerciële communicatie (...) die rechtstreeks verband houdt met verkoopbevordering’ is. Door in te stemmen met opname van de rating in het prospectus richt de CRA zich in het kader van de emissie tot het belegend publiek, ervan uitgaande dat het prospectus voor een ieder verkrijgbaar is. Het prospectus dient ter bevordering van de verkoop en plaatsing van effecten onder beleggers. Daarmee komt vast te staan dat de CRA een handelspraktijk verricht. Opname van de rating in het prospectus vindt plaats in samenspraak tussen de CRA en de uitgevende instelling, hetgeen mijns inziens voldoende is om te concluderen dat de CRA ‘ten behoeve van’ de uitgevende instelling handelt.¹⁶⁴ De CRA verricht de handelspraktijk dus als ‘handelaar’ in de zin van art. 6:193a lid 1(b) BW.

Ook de professionele belegger kan vanuit een gunstige bewijspositie tegen de CRA ageren, te weten met een beroep op art. 6:194-195 BW. Op dezelfde gronden als hierboven aangevoerd handelt de CRA die instemt met opname van de credit rating in het prospectus ‘ten behoeve van’ de uitgevende instelling, deze keer in de zin van art. 6:194 BW. Het verlenen van deze instemming betekent tevens dat de CRA de door haar afgegeven rating door publicatie van het prospectus ‘laat openbaar maken’.¹⁶⁵ Aangezien de CRA inhoudsbepaler is van de door haarzelf afgegeven credit rating, is ook aan de vereisten van art. 6:195 BW voldaan.

Een credit rating met betrekking tot nieuw uitgegeven effecten kan ook door de CRA buiten het prospectus worden openbaar gemaakt, bijv. op haar eigen website. Betreft het een *unsolicited* credit rating waaraan de uitgevende instelling in het geheel niet – door verstrekking van informatie aan de CRA of anderszins – heeft meegewerkt, dan zal lastig vol te houden zijn dat de CRA ‘ten behoeve van’ de uitgevende instelling heeft gehandeld. Er is geen enkele vorm van samenspraak geweest tussen de uitgevende instelling en de CRA. Wanneer een dergelijke rating foutief blijkt te zijn, zal een mogelijke schadevergoedingsactie van beleggers gebaseerd moeten worden op art. 6:162 BW. Zij profiteren in dat geval niet van de wettelijke bewijslastomkering van art. 6:193j/195 BW. De onrechtmatigheid zal moeten worden gebaseerd op schending van een ongeschreven zorgvuldigheidsnorm door de CRA. Daarvan zal sprake zijn indien de CRA objectief gezien in redelijkheid niet tot de credit rating in kwestie heeft kunnen komen.¹⁶⁶ De onzorgvuldigheid kan blijken uit het feit dat de CRA ondeugdelijk onderzoek heeft verricht of niet de benodigde objectiviteit in acht heeft genomen.

163 In dit verband wordt ervan uitgegaan dat een credit rating, ook al is het een (subjectieve) opinie van het rating-bureau en geen bloot feitelijke mededeling, misleidend kan zijn. Hetzelfde uitgangspunt is hierboven gehanteerd ten aanzien van de accountantsverklaring, welke eveneens een opinie is. In dezelfde zin Atema en Peek 2013, p. 955-956.

164 Zie de invulling van ‘ten behoeve van’ in par. 13.4.1.

165 Dit past in de door mij verdedigde ruime uitleg van ‘laten openbaar maken’, zie par. 13.3.2. In dezelfde zin ten aanzien van CRA’s die toestaan dat hun rating in het prospectus wordt opgenomen Boersma 2010, p. 22, noot 63.

166 Atema en Peek 2013, p. 944.

Ook wordt wel aangenomen dat sprake moet zijn van aan roekeloosheid grenzende onzorgvuldigheid.¹⁶⁷

13.7 Samenvattende opmerkingen

In paragraaf 13.6 zijn elf partijen die een prominente rol in het speelveld van de emissie op de kapitaalmarkt spelen de revue gepasseerd. De uitgevende instelling, de lead manager, de co-managers en de listing agent zijn betrokken bij het opstellen en/of uitbrengen van het *volledige* prospectus. Ten aanzien van deze partijen is de analyse, dat zij het prospectus (laten) openbaar maken in de zin van art. 6:194 BW en een handelspraktijk verrichten als bedoeld in art. 6:193a lid 1(d) BW. Daarbij treden zij zelf op als ‘handelaar’ in de zin van art. 6:193a lid 1(b) BW en tevens (in het geval van de managers en de listing agent) ‘ten behoeve van’ de uitgevende instelling als handelaar. De lead manager heeft een toerekenbaarheidsverweer als hij adequaat due diligence onderzoek heeft uitgevoerd. De co-managers en de listing agent, die in mindere mate bij het opstellen van het prospectus en het due diligence onderzoek betrokken zijn, kunnen mogelijk aanspraak maken op verlichting van hun bewijspositie. Zij kunnen de rechter te vragen de dubbele bewijslastomkering van art. 6:193j/195 BW geheel of gedeeltelijk terug te draaien met toepassing van de passendheidstoets van art. 6:193j BW of de billijkheidsuitzondering van art. 150 Rv. Indien de co-managers alles hebben gedaan wat, gelet op de taakverdeling binnen het syndicaat, in hun vermogen ligt om misleiding te voorkomen, staat hen mogelijk een toerekenbaarheidsverweer ter beschikking.

Een op zichzelf staande figuur is de verkopende aandeelhouder in een transactie die geheel of gedeeltelijk bestaat uit herplaatsing van bestaande aandelen. Verdedigbaar is dat deze het prospectus laat openbaar maken door de uitgevende instelling en/of de lead manager en zelf een handelspraktijk verricht. Daarmee zou hij aangesproken kunnen worden onder het bijzondere regime van art. 6:193a/194 BW. Naarmate de verkopende aandeelhouder meer op afstand van de uitgevende instelling en het prospectustraject staat en over minder informatie kan beschikken, wordt de kans groter dat hij als gedaagde partij tegenover beleggers een beroep kan doen op de passendheidstoets van art. 6:193j lid 1 BW en/of de billijkheidsuitzondering van art. 150 Rv ter verlichting van zijn bewijspositie.

De accountant en de advocaat zijn adviseurs die door de uitgevende instelling in de arm worden genomen om de kapitaalmarkttransactie te faciliteren. Beiden handelen ‘ten behoeve van’ de uitgevende instelling. Een essentieel verschil tussen beide is, dat van de accountant een eigen verklaring (bij de jaarrekening) in het prospectus wordt opgenomen en van de advocaat niet. Door toe te stemmen in opname van zijn verklaring in het prospectus laat de accountant deze openbaar maken in de zin van art. 6:194 BW en verricht hij een handelspraktijk. De legal opinion die de advocaat buiten het prospectus om richt tot de leden van het syndicaat wordt slechts binnen het syndicaat openbaar gemaakt. Met het afgeven van zijn opinion ‘bejegt’ de advocaat slechts de syndicaatsleden en niet de

167 Van 't Westeinde 2009, p. 63.

beleggers. Agerende beleggers kunnen daarom tegenover hem geen beroep doen op art. 6:193a/194 BW. Dit kan mogelijk anders komen te liggen wanneer de advocaat toestemt in plaatsing van zijn opinion op een voor het publiek toegankelijk website, zoals die van de SEC.

De effectenbeurs op wiens website een prospectus wordt geplaatst verricht een dienst van de informatiemaatschappij in de zin van art. 3:15d lid 3 BW. Wanneer de effectenbeurs zich niet bezig houdt met het selecteren, inrichten of wijzigen van de informatie en ook overigens een neutrale rol vervult, zal zij bij gebleken misleiding in veel gevallen een beroep kunnen doen op de wettelijke vrijwaring van art. 6:196c BW. Mocht, door inhoudelijke bemoeienis van de effectenbeurs met (specifieke onderdelen van) het prospectus, toch niet aan de voorwaarden van art. 6:196c BW zijn voldaan, dan komt beleggers een beroep toe op art. 6:193a/194 BW. Verdedigbaar is echter dat in dat geval de dubbele bewijslastomkering achterwege dient te blijven omdat de effectenbeurs geen inhoudsbepaler in de zin van art. 6:195 BW is ten aanzien van het volledige prospectus. Onder art. 6:193j BW kan een gelijk resultaat worden bereikt met de passendheidsstoets van lid 1 en de billijkheidsuitzondering van art. 150 Rv.

Plaatsing van het prospectus op de website van de toezichthouder vindt plaats ter uitvoering van een wettelijke taak, niet in het kader van verkoopbevordering. Mogelijke vorderingen van beleggers tegen de toezichthouder wegens het goedkeuren en publiceren van een misleidend prospectus zullen dan ook op art. 6:162 BW, en niet op art. 6:193a/194 BW, moeten worden gebaseerd. Op grond van de wettelijke aansprakelijkheidsbeperking van art. 1:25d Wft is voor het slagen van een dergelijke actie vereist dat opzet of grove schuld van de toezichthouder komt vast te staan.

Analisten produceren researchrapporten over de uitgevende instelling, welke in beginsel alleen aan hun professionele klanten ter beschikking worden gesteld. Slechts binnen die professionele kring is sprake van openbaarmaking. Daarmee valt het uitbrengen van deze rapporten buiten de Wet OHP. De analisten van het syndicaat worden bij het opstellen van hun rapportage gefaciliteerd door de uitgevende instelling, die baat heeft bij publiciteit. Deze analisten stellen hun rapportage op 'ten behoeve van' de uitgevende instelling. In geval van misleiding kunnen zij door beleggers die van het rapport kennis hebben genomen of kunnen nemen worden aangesproken ex art. 6:194 BW. Ten aanzien van analisten buiten het syndicaat, die ongevraagd een researchrapport uitbrengen, is moeilijker vol te houden dat zij 'ten behoeve van' de uitgevende instelling handelen. Beleggers zullen hen moeten aanspreken ex art. 6:162 BW.

Hetzelfde onderscheid kan worden gemaakt ten aanzien van CRA's die gevraagd dan wel ongevraagd een credit rating op de uitgevende instelling of haar schuldinstrumenten afgeven. Verdedigbaar is dat eerstgenoemden wel en laatstgenoemden niet 'ten behoeve van' de uitgevende instelling handelen en onder het toepassingsbereik van art. 6:194 BW vallen. Tegen CRA's die een *unsolicited* rating afgeven zullen beleggers een eventuele actie moeten baseren op art. 6:162 BW, zonder het voordeel van de wettelijke bewijslastomkering te genieten. Het feit dat analisten en CRA's wier rapportage c.q. ratings door de uitgevende instelling worden gefaciliteerd zich in een lastiger bewijsspositie bevinden dan hun niet 'gefaciliteerde' collega's schuurt niet met het rechtsgevoel. De 'gefaciliteerde' groep is immers door de uitgevende instelling van informatie voorzien en wordt

daarom door de bewijslastomkering van art. 6:194 BW niet onevenredig benadeeld.

14.1 Inleiding

Een onderwerp dat de laatste jaren meer en meer in de belangstelling is komen te staan is de aansprakelijkheid van bestuurders van rechtspersonen voor handelen dat in enigerlei mate in verband staat met hun functie. Het kan handelingen betreffen waardoor de vennootschap contractuele verplichtingen schendt of onrechtmatig handelt jegens derden. De aansprakelijkheid van de bestuurder wordt doorgaans gebaseerd op onrechtmatige daad.

Wanneer de vennootschap zich opmaakt voor een emissie of beursgang komen bijzondere risico's in beeld. Vaak zal sprake zijn van de verplichting van de uitgevende instelling tot het uitbrengen van een prospectus.¹ In andere gevallen zal op vrijwillige basis een private placement memorandum of vergelijkbaar informatiedocument worden opgesteld. Op de juistheid en volledigheid daarvan moeten beleggers kunnen vertrouwen. Het opstellen van een betrouwbaar prospectus valt onder de collectieve verantwoordelijkheid van het bestuur van de uitgevende instelling. Uitgangspunt blijft wel, dat handelingen die de bestuurder in functie verricht primair aan de vennootschap worden toegerekend, mits zij in het maatschappelijk verkeer als handelingen van de vennootschap gelden.² Voor het uitbrengen van een prospectus heeft de Nederlandse wetgever dit uitgangspunt al in 1910 tot uitdrukking gebracht in de toelichting bij het wetsontwerp van Minister van Justitie Nelissen, dat de eerste regeling van prospectusaansprakelijkheid introduceert:

'Waar intusschen het prospectus ten doel heeft de uitgifte te doen slagen en dus in het leven geroepen wordt om de naamloze vennootschap tot voordeel te zijn, waar bovendien de bestuurders en commissarissen met het opstellen en in het licht geven van het prospectus handelen, niet onmiddellijk ten eigen bate, doch ten behoeve van hunne vennootschap, daar behoort wel in de eerste plaats de naamloze vennootschap zelve aansprakelijk te zijn voor den inhoud van het prospectus.'³

1 Art. 5:2 Wft schept prospectusplicht wanneer sprake is van aanbieding van effecten aan het publiek dan wel toelating van effecten tot de handel op een gereglemeenteerde markt.

2 Het criterium van HR 6 april 1979, NJ 1980, 34 m.nt. C.J.H. Brunner (Kleuterschool Babbel).

3 Handelingen S-G 1909-1910, Bijlagen, nr. 217.3 (MvT), p. 23-24.

Desalniettemin voorziet het ontwerp-Nelissen, naast prospectusaansprakelijkheid van de uitgevende instelling, in hoofdelijke aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen. Deze wordt als volgt beargumenteerd:

‘De vraag, welke personen voor den inhoud der bedoelde stukken behoren te worden aansprakelijk gesteld, heeft bij den ondergeteekende, zowel als in den boezem der Staatscommissie, een punt van ernstige overweging uitgemaakt. De onderteekenaars alleen te treffen ware zeker niet voldoende. Daarop zou een uitweg zeer gemakkelijk te vinden zijn. De Staatscommissie stelt met de onderteekenaars gelijk hen, die zich het verkrijgen van deelneming ten doel stellen.

(...)

Kan nu met de aansprakelijkheid van beide categorieën, de onderteekenaars van het stuk en de “promoters” der inschrijving, worden volstaan? Terecht zegt de Staatscommissie, dat, indien in dit verband gesproken wordt van *oprichters* en daaronder, gelijk bij dit ontwerp inderdaad het geval is, worden verstaan allen, die de akte van oprichting mede onderteekend hebben, de aansprakelijkheid voor het prospectus zou worden uitgestrekt tot personen, die geenszins geacht kunnen worden anderen tot deelneming op te wekken. Maar de personen van wie dit zeer zeker kan gezegd worden, zijn toch voorzeker de bestuurders en commissarissen. Hunne namen worden steeds in het prospectus medegedeeld en niet zelden is het welslagen eener emissie alleen aan hunne namen en maatschappelijke positie te danken. De aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen is ook daarom alleszins gegrond te achten, omdat, ook wanneer het prospectus niet door hen, doch door een bankier, uitgegeven wordt, zij toch steeds in de gelegenheid zijn den inhoud van het prospectus te controleeren, zoo de daarin vervatte mededeelingen al niet van henzelfen afkomstig zijn.’⁴

Anders gezegd, de wetgever van 1910 acht prospectusaansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen gerechtvaardigd met het oog op hun reputationele en praktische betrokkenheid bij de emissie. De mogelijkheid om de inhoud van het prospectus te verifiëren en te beïnvloeden maakt hen mede verantwoordelijk.

De hedendaagse inzichten op het gebied van bestuurdersaansprakelijkheid zijn niet meer dezelfde als in 1910. Een belangrijk uitgangspunt is tegenwoordig, dat aansprakelijkheid van bestuurders niet te snel mag komen vast te staan. Het aannemen van te grote aansprakelijkheidsrisico's voor vennootschapsbestuurders zal met zich brengen dat deze zich bij hun beleidsbeslissingen te veel door defensieve overwegingen laten leiden en risicomijdend gedrag gaan vertonen. Zo'n mentaliteit wordt niet geacht in het belang te zijn van het bedrijfsleven als geheel. Mede om die reden is in de rechtspraak een verhoogde drempel voor bestuurdersaansprakelijkheid aangenomen in de vorm van het persoonlijk ernstig verwijt.⁵ De hoofdelijke aansprakelijkheid van bestuurders voor een misleidend prospectus maakt al sinds 1980 geen deel meer uit van de Nederlandse wetgeving.⁶

Bij het vervaardigen van het prospectus zijn (bepaalde) bestuurders doorgaans nauw betrokken. Wanneer beleggers effecten verwerven op basis van een

4 Handelingen S-G 1909-1910, Bijlagen, nr. 217.3 (MvT), p. 23.

5 Jurisprudentieel ingezet door HR 10 januari 1997, NJ 1997, 360 m.nt. J.M.M. Maeijer (Staleman/Van de Ven).

6 In 1980 werd anticiperend op Richtlijn 84/450/EEG inzake misleidende reclame de uit 1928 stammende regeling inzake prospectusaansprakelijkheid (art. 1416a-d BW (oud)) afgeschaft. Deze regeling verklaarde niet alleen de uitgevende instelling, maar met haar ook haar bestuurders en commissarissen *van rechtswege* hoofdelijk aansprakelijk voor een misleidend prospectus. Een concreet (onrechtmatig) handelen van laatstgenoemden was daarvoor geen vereiste. Zie voor e.e.a. par. 2.2 en 2.4. Door Van Solinge is dit gekarakteriseerd als een voorbeeld van *rechtstreekse* doorbraak van aansprakelijkheid (Van Solinge 2000, p. 418-421).

materieel onjuist of onvolledig, en daardoor misleidend prospectus en vervolgens door een daarmee verband houdende koersdaling schade lijden, zullen zij deze trachten te verhalen. Voor beleggers die nog steeds aandeelhouder van de uitgevende instelling zijn is een verhaalsactie tegen laatstgenoemde minder aantrekkelijk. Zij zullen daarom andere partijen trachten te identificeren tegen wie zij verhaal kunnen nemen, zoals de lead manager die de emissie heeft begeleid. Vanwege hun betrokkenheid in de voorbereidingsfase komen tegenwoordig ook bestuurders van de uitgevende instelling in het vizier van verhaal zoekende beleggers. Werd in de World Online-affaire de bestuursvoorzitter – die misleidende mededelingen tegenover de pers had gedaan over haar eigen aandelenbezit – nog niet meegedagvaard, na de déconfiture van Fortis hebben beleggers zich minder terughoudend opgesteld. In een procedure voor de rechtbank Utrecht heeft een groepje beleggers niet alleen het voormalige Fortis NV, maar ook drie van haar senior executives in privé in rechte betrokken. Twee van de drie zijn inmiddels door de rechtbank aansprakelijk geoordeeld voor het doen van misleidende mededelingen over de solvabiliteit van Fortis, waardoor beleggers in de secundaire markt zijn benadeeld.⁷ De beleggers hebben in deze procedure onder meer gesteld dat aansprakelijkheid van Fortis en haar executives gebaseerd kan worden op art. 6:194 BW (oud) en hebben daarmee – voor zover het betreft de executives – getracht een ‘doorbraak van prospectusaansprakelijkheid’⁸ te forceren.

Wat zou heden ten dage de rationale voor beleggers kunnen zijn om bestuurders mede aansprakelijk te houden voor misleidende (prospectus)informatie? In de vroegere jurisprudentie inzake bestuurdersaansprakelijkheid betrof het herhaaldelijk kwesties waarin de vennootschap zelf geen verhaal meer bood of niet in staat was haar (financiële) verplichtingen na te komen. Door het verhaal uit te breiden tot de statutair bestuurder bleef de crediteur niet met lege handen staan. Het ging in die gevallen derhalve om uitbreiding van de verhaalsmogelijkheden. Dergelijke overwegingen gelden in het geval van (doorbraak van) prospectusaansprakelijkheid in mindere mate. Het betreft vaak hoge claims van grote groepen beleggers, die zich in de eerste plaats tot de uitgevende instelling en de lead manager als de partijen met ‘deep pockets’ zullen wenden. Met name het zoeken van verhaal op de lead manager is aantrekkelijk voor de belegger. Daarmee blijft het vermogen van de uitgevende instelling zelf, waarin de verhaal zoekende belegger mogelijk nog aandeelhouder is, buiten schot. De mogelijkheid van verhaal op het vermogen van enkele privépersonen zal de verhaalspositie van beleggers niet exponentieel verbeteren.

In het geval van prospectusaansprakelijkheid, en zeker in het kielzog van de financiële crisis van 2008-2011 die tot publieke verontwaardiging heeft geleid over normoverschrijdend gedrag van leidinggevenden, moet de ratio veeleer worden gezocht in normhandhaving en vergelding. Zie bijvoorbeeld de verwijzing van Lennarts en De Valk in hun bespreking van eerder genoemd vonnis van de rechtbank Utrecht in de Fortis affaire, waar zij een bericht uit de pers aanhalen

7 Rb. Utrecht 15 februari 2012, JOR 2012/243 m.nt. Willems (Kortekaas c.s./Fortis c.s.). Inmiddels is in maart 2016 een schikking tussen de VEB en Fortis bereikt welke is voorgelegd aan het Hof Amsterdam teneinde algemeen verbindend te worden verklaard onder de Wet Collectieve Afhandeling Massaschade (WCAM). Het oordeel van het hof wordt in de loop van 2017 verwacht.

8 Term ontleend aan G. van Solinge, zie Van Solinge 2000. De rechtbank Utrecht heeft eisers hierin niet gevolgd, omdat de misleidende mededelingen niet zijn gedaan in verband met een specifieke aanbieding van effecten. De mededelingen waren ook niet opgenomen in een prospectus, maar in persberichten en voordrachten.

volgens hetwelk de groep eisers in die zaak bestaat uit ondernemers die boos zijn 'dat de Fortis-top niet hoeft te bloeden voor de catastrofe, terwijl zij met hun kleinere bedrijven wel persoonlijk in grote problemen kunnen komen'.⁹

Bestuurders (en commissarissen) van uitgevende instellingen zijn doorgaans verzekerd tegen aansprakelijkheid die voortvloeit uit hun taakuitoefening. In veel gevallen is tevens een vrijwaring gegeven door de uitgevende instelling. Een dergelijke vrijwaring kan in de statuten van de uitgevende instelling zijn opgenomen. Het handavings- en vergeldingsaspect van doorbraak kan door een dergelijke vrijwaring worden afgezwakt. Hierbij moet wel worden aangetekend dat het gebruikelijk is om opzet en grove schuld van de vrijwaring uit te zonderen. Ook de verzekeringsvoorwaarden zullen situaties van opzet en grove schuld van dekking uitzonderen. Zodra het ernstige verwijt dat de bestuurder in persoon kan worden gemaakt – en dat naar Nederlands recht een voorwaarde is voor secundaire bestuurdersaansprakelijkheid – de vorm gaat aannemen van grove schuld of erger, is de bestuurder dus niet langer gedekt.¹⁰ Naast verzekering en vrijwaring is een andere weg waarlangs de gevolgen van aansprakelijkheid voor de bestuurder kunnen worden gemitigeerd de rechterlijke matigingsbevoegdheid van art. 6:109 lid 1 BW. Een van de factoren die de rechter dient mee te wegen is de draagkracht van de bestuurder. Op grond van art. 6:109 lid 2 BW kan matiging niet plaatsvinden tot een lager bedrag dan waarvoor de bestuurder is verzekerd.¹¹

Par. 14.2 handelt over de positie van bestuurders van de uitgevende instelling. Eerst wordt onderzocht op basis van welke rechtsgronden een doorbraak van prospectusaansprakelijkheid naar bestuurders kan plaatsvinden (par. 14.2.1). Daartoe worden de regelingen MVR (art. 6:194-196 BW) en OHP (art. 6:193a-j BW) en de huidige leer inzake bestuurdersaansprakelijkheid geanalyseerd en met elkaar in verband gebracht. Vervolgens worden het optreden van bestuurders van de uitgevende instelling in het kader van een beursgang of emissie en hun bemoeienis met het prospectus in de praktijk stapsgewijs in kaart gebracht en geanalyseerd (par. 14.2.2). Nagegaan wordt op welke punten zij mogelijk het risico van aansprakelijkheid voor misleidende mededelingen in of buiten het prospectus lopen. In par. 14.3 worden enige beschouwingen gewijd aan de positie en de aansprakelijkheidsrisico's van commissarissen van de uitgevende instelling. Par. 14.4 behandelt de mogelijke implicaties voor aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen wanneer zij het prospectus zouden ondertekenen. Ten slotte wordt in par. 14.5 ingegaan op de aansprakelijkheidsaspecten van de verantwoordelijkheidsverklaring, welke op grond van de prospectusregelgeving in het prospectus dient te worden opgenomen.

9 Lennarts & De Valk 2012, p. 730, noot 2 met verwijzing naar het Financieele Dagblad van 16 februari 2012.

10 Over secundaire en rechtstreekse bestuurdersaansprakelijkheid, zie hieronder par. 14.2. Van Solinge en Nieuwe Weme verdedigen dat de vrijwaring (reeds) nietig is indien de bestuurder (of commissaris) een ernstig verwijt kan worden gemaakt ter zake van onbehoorlijke taakvervulling (Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 483). Dit standpunt lijkt mij vanuit een praktisch oogpunt moeilijk werkbaar. Tenminste alle gevallen van secundaire aansprakelijkheid zouden dan niet langer gedekt zijn, waardoor de vrijwaring voor een belangrijk deel zinledig zou worden.

11 De Jong 2010, p. 228-230, belicht enige aspecten van matiging en (wettelijke) limitering van aansprakelijkheid, niet alleen van bestuurders maar ook van de uitgevende instelling zelf en andere bij de emissie betrokkenen.

14.2 Prospectusaansprakelijkheid van bestuurders¹²

14.2.1 *Rechtsgronden voor doorbraak van aansprakelijkheid*

In de literatuur is op diverse plaatsen de mogelijkheid geopperd dat bestuurders van de uitgevende instelling bij het uitbrengen van een prospectus zelf ook als handelaar in de zin van art. 6:193a lid 1(b) BW kwalificeren, omdat zij ‘ten behoeve van’ de uitgevende instelling zouden handelen. De bestuurders zouden daarmee mogelijk dezelfde aansprakelijkheidsrisico’s onder de Wet OHP lopen als de uitgevende instelling zelf.¹³ Door andere auteurs wordt een (voorzichtig) afwijzend standpunt ingenomen.¹⁴ Beide visies zijn (zeer) summier gemotiveerd. In het bijzonder wordt geen aandacht besteed aan de rol die de bestuurder in het bredere verband van een kapitaalmarkttransactie vervult, niet alleen ten aanzien van het prospectus maar ook ten aanzien van andere externe mededelingen van de uitgevende instelling. Ook worden de Richtlijn OHP en zijn totstandkomingsgeschiedenis buiten beschouwing gelaten.

Als de bestuurder onder het ‘ten behoeve van’-criterium van art. 6:193a lid 1(b) BW zou vallen, zou dit volgens Timmerman een behoorlijke uitdijning van de aansprakelijkheid van bestuurders tot gevolg hebben. De Wet OHP hanteert immers niet de verzwaarde maatstaf van het persoonlijk ernstig verwijt die doorgaans wordt gebruikt voor de aansprakelijkheid van bestuurders voor werkzaamheden die zij in het kader van hun taakuitoefening voor de vennootschap verrichten. Ook zou de bewijslast voor de juistheid en volledigheid van het prospectus en voor de (afwezigheid van) toerekenbaarheid op grond van art. 6:193j BW op de aangesproken bestuurder komen te rusten.¹⁵

Toepassing van de ‘ten behoeve van’-formule op de manier die Timmerman kennelijk voor ogen staat zou impliceren dat bestuurders van rechtswege met de uitgevende instelling aansprakelijk zijn voor het onrechtmatig handelen van laatstgenoemde. Daarmee zou in feite de in 1980 afgeschafte rechtstreekse doorbraak van prospectusaansprakelijkheid naar bestuurders (en mogelijk ook andere functionarissen) opnieuw worden geïntroduceerd. Aan ‘ten behoeve van’ zou dan de betekenis van een rechtstreekse doorbraakregel worden gegeven. Een dergelijke interpretatie heeft geen basis in de totstandkomingsgeschiedenis van de Richtlijn OHP en gaat mij ook overigens te ver. Voor rechtstreekse doorbraak is een expliciete verwijzing in de wet naar aansprakelijkheid van bestuurders vereist, zoals in art. 2:138/248 BW en in de art. 1416a-d BW (oud). Een en ander past in de door mij verdedigde invulling van het ‘ten behoeve van’-criterium, in die zin dat het slechts voorziet in een uitbreiding van het begrip ‘handelaar’ en geen rechtstreeks aansprakelijkheidsverband legt.¹⁶

Het betoog dat de bestuurder niet – in termen van de Richtlijn OHP – ‘in naam of voor rekenschap van’ de uitgevende instelling zou handelen is naar mijn

12 In par. 14.2 zijn delen verwerkt van J.P. Franx, (Prospectus)aansprakelijkheid van bestuurders bij beursgang en emissie, in het bijzonder onder de Wet oneerlijke handelspraktijken, Ondernemingsrecht 2014/112.

13 De Jong 2011, p. 538; Timmerman 2013a, p. 660; Timmerman 2013b, p. 707.

14 Lieverse & Sinninghe Damsté 2013, p. 682; Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 471; Arons 2012, p. 62; J.B.S. Hijink, noot bij Rb. Zwolle 27 juli 2011, JOR 2012/208 (Hogeboom c.s./Cash & Property), sub 9.

15 Timmerman 2013a, p. 660.

16 Zie par. 13.4.1 met argumentatie ontleend aan de totstandkomingsgeschiedenis van de Richtlijn OHP.

mening moeilijk houdbaar. Handelen in naam of voor rekening van de vennootschap maakt immers deel uit van de bevoegdheid tot vertegenwoordiging, een van de kernbevoegdheden van het bestuur. Het feit dat de bestuurder deel uitmaakt van de interne organisatie van de rechtspersoon en dat zijn bevoegdheid uit de wet voortvloeit,¹⁷ en niet uit een specifieke opdracht of volmacht, brengt hem niet als ‘handelaar’ buiten het toepassingsbereik van de Wet OHP.

De bestuurder kwalificeert dus wel als ‘handelaar’, maar dit feit op zich maakt hem nog niet aansprakelijk. Daarvoor is nodig dat hij zelf, door een *eigen* feitelijk handelen, een oneerlijke handelspraktijk verricht in opdracht van of samen met de uitgevende instelling.¹⁸ In vennootschapsrechtelijke termen kan gesproken worden van een *indirecte* of *quasi*-doorbraak van aansprakelijkheid. Aansprakelijkheid van de bestuurder volgt dan – anders dan in de regeling van de art. 1416a-d BW (oud) – niet van rechtswege uit het onrechtmatig handelen van de rechtspersoon, maar is gebaseerd op zijn *eigen* feitelijke handelen. Hieronder zal worden uiteengezet dat dit bij een op maat gesneden toepassing van de Wet OHP niet tot substantiële toename van bestuurdersaansprakelijkheid hoeft te leiden.

14.2.1.1 SECUNDAIR DADERSCHAP; ERNSTIG VERWIJT

Het uitbrengen van een prospectus en het doen van externe mededelingen in zijn algemeenheid in het kader van een beursgang of emissie zijn handelingen die in het maatschappelijk verkeer als gedragingen van de uitgevende instelling hebben te gelden.¹⁹ In geval van misleiding is deze daarvoor *primair* aansprakelijk uit hoofde van onrechtmatige daad. Het is mogelijk dat niet alleen de rechtspersoon, maar ook de handelende functionaris jegens derden in persoon aansprakelijk is.²⁰ In onrechtmatige daad situaties hebben zich twee aansprakelijkheidscategorieën in literatuur en jurisprudentie uitgekristalliseerd.²¹ Ten eerste kan de functionaris ex art. 6:162 BW aansprakelijk zijn vanwege de rol die hij heeft gespeeld bij de normschending door de rechtspersoon (*secundair daderschap*). Hem moet ter zake persoonlijk een *ernstig verwijt* kunnen worden gemaakt.²² Daarvan zal doorgaans sprake zijn wanneer hij wist of redelijkerwijs behoorde te weten dat zijn handelen in een onrechtmatige daad van de rechtspersoon zou resulteren. De aansprakelijkheid van de functionaris is afgeleid van die van de rechtspersoon. De bestuurder die namens de uitgevende instelling bewust onjuiste of onvolledige informatie verstrekt hetzij rechtstreeks aan beleggers hetzij aan de lead manager, wetende dat het prospectus daardoor misleidend zal zijn, kan derhalve aansprakelijk worden gehouden wegens secundair daderschap.

17 Art. 2:130 en 2:240 BW.

18 Zie eveneens mijn argumentatie in par. 13.4.1 met verwijzing naar de Richtlijn OHP.

19 HR 6 april 1979, NJ 1980, 34 m.nt. C.J.H. Brunner (Kleuterschool Babel).

20 Zie reeds HR 25 november 1927, NJ 1928, 364 m.nt. P. Scholten (Kretzschmar/Mendes de Leon).

21 Voor een heldere uiteenzetting van de systematiek van bestuurdersaansprakelijkheid in OD-gerelateerde situaties en relevante jurisprudentie, zie De Valk 2009, p. 128-155. Voor een beknopt overzicht, zie de conclusie van A-G Timmerman bij HR 23 november 2012, JOR 2013/40 m.nt. W.J.M. van Andel en K. Rutten (Spaanse Villa), sub 4.1-4.14.

22 Jurisprudentiëlijng ingezet door HR 10 januari 1997, NJ 1997, 360 m.nt. J.M.M. Maeijer (Staleman/Van de Ven), dat een geval van *interne* aansprakelijkheid jegens de vennootschap betreft. Vanaf HR 8 december 2006, NJ 2006, 659 (Ontvanger/Roelofsen) is het ernstig verwijt ook als maatstaf voor *externe* aansprakelijkheid van bestuurders jegens derden gebezigd. Aldus is sprake van convergentie tussen beide vormen van bestuurdersaansprakelijkheid.

Er heerst onduidelijkheid over de vraag of het criterium van ‘ernstig verwijt’ rechtstreeks moet worden gekoppeld aan de verplichting tot behoorlijke taakvervulling van art. 2:9 BW – en daarmee aan de onrechtmatigheid – dan wel gezien moet worden als verzwaarde toerekenings- of schuldmaatstaf. Strik geeft in haar dissertatie een overzicht van de onderling nogal afwijkende zienswijzen hierop in rechtspraak en literatuur. Zij concludeert dat in de jurisprudentie een ‘geïntegreerde aanpak’ gevolgd lijkt te worden, waarbij het ernstig verwijt zowel de gedragsnorm (onrechtmatigheid) als de toerekenbaarheid inkleurt.²³ De sinds 1 januari 2013 herziene tekst van art. 2:9 lid 2 BW slaat op dit punt geen duidelijke weg in. Ik laat deze kwestie verder voor wat zij is. In de context van dit hoofdstuk is van belang dat een bestuurder geen secundaire aansprakelijkheid ex art. 6:162 BW voor een misleidend prospectus draagt indien hem ter zake persoonlijk geen ernstig verwijt treft. Daarnaast vereist art. 2:9 lid 2 BW – hetwelk door convergentie van normen ook van betekenis is voor externe bestuurdersaansprakelijkheid ex art. 6:162 BW – dat de bestuurder niet nalatig is geweest in het treffen van maatregelen om de gevolgen van onbehoorlijk bestuur (lees: in het bijzonder van medebestuurders) af te wenden.

14.2.1.2 RECHTSTREEKS DADERSCHAP

De tweede categorie wordt wel aangeduid als *rechtstreeks daderschap*. Ook in dit geval heeft de functionaris in de uitoefening van zijn functie gehandeld en wordt zijn handelen aan de rechtspersoon als eigen gedraging toegerekend. Maar tegelijkertijd heeft hij zelf een (mede) tot hem in persoon gerichte wettelijke norm of ongeschreven zorgvuldigheidsnorm overtreden. Rechtspersoon en functionaris kunnen in dit geval naast elkaar dezelfde norm hebben geschonden. Hun aansprakelijkheid is, in de woorden van De Valk, ‘als het ware nevensgeschikt’.²⁴ Huizink merkt op dat bij rechtstreeks daderschap strict genomen niet van bestuurdersaansprakelijkheid kan worden gesproken, omdat de betrokkene zelf maatschappelijk onzorgvuldig heeft gehandeld. Van bestuurdersaansprakelijkheid in de stricte zin des woords is volgens hem eigenlijk alleen sprake bij secundair daderschap, waarbij het onrechtmatig handelen van de rechtspersoon zelf voorop staat.²⁵

Bij rechtstreeks daderschap is persoonlijke verwijtbaarheid voldoende om tot aansprakelijkheid te komen. Anders dan bij secundair daderschap geldt in beginsel niet het vereiste van ‘ernstig’ verwijt. Zijn er normen die zich in het kader van de informatievoorziening bij een beursgang of emissie (mede) richten tot de bestuurder *in persoon*? Conceptueel zie ik twee mogelijke invalshoeken: (a) de wettelijke norm van art. 6:193a /194 BW; (b) een ongeschreven zorgvuldigheidsnorm als bedoeld in art. 6:162 lid 2 BW. Beide laat ik hieronder de revue

23 Strik 2010, hoofdstuk 2 (met de veel zeggende titel ‘Ernstig verwijt: tussen onrechtmatigheid en toerekenbaarheid (...)’) en hoofdstuk 3, i.h.b. p. 16-18 en p. 77-78. Zelf pleit zij ervoor het ernstig verwijt als toerekeningsmaatstaf te beschouwen (p. 78). Van der Heijden/Van der Grinten 2013, p. 561, koppelt het ernstig verwijt juist aan onbehoorlijke taakvervulling. Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 448-449, spreekt over behoorlijke taakvervulling als ‘gedragsnorm’ en over ernstige verwijtbaarheid als ‘toetsingsnorm’ of ‘aansprakelijkheidsnorm’.

24 De Valk 2009, p. 132.

25 Huizink 2013, par. 15.

passeren, gevolgd door (c) een suggestie ten aanzien van de voor rechtstreeks ouderschap te hanteren verwijtbaarheidsmaatstaf.

a. Rechtstreeks ouderschap onder de Wet OHP/MVR

Zoals eerder werd vastgesteld, verklaart de Richtlijn OHP niet alleen de oneerlijke handelspraktijk van de ‘eigenlijke’ handelaar onrechtmatig, maar ook de *eigen* handelspraktijk van degene die in naam of voor rekening van hem handelt.²⁶ Aannemelijk is dat de bestuurder van de uitgevende instelling zo iemand is. Daaruit volgt dat de bestuurder die *zelf* - dat wil zeggen door zijn *eigen* feitelijke optreden – een oneerlijke handelspraktijk verricht, naast de uitgevende instelling in persoon op grond van de Wet OHP aansprakelijk kan worden gehouden. In termen van bestuurdersaansprakelijkheid is sprake van *rechtstreeks ouderschap*. De norm van de Wet OHP richt zich immers niet slechts tot de uitgevende instelling zelf als ‘handelaar’, maar ook tot bestuurders (en andere derden) die via de ‘ten behoeve van’-route als ‘handelaar’ kwalificeren.

De bestuurder die zelf, op eigen titel, misleidende verkoop gerichte mededelingen openbaar maakt of laat maken handelt persoonlijk in strijd met art. 6:194 BW. Ook dan is sprake van rechtstreeks ouderschap.

Aangezien sprake is van rechtstreeks ouderschap, geldt voor aansprakelijkheid van de bestuurder op grond van de Wet OHP/MVR in beginsel niet de verhoogde drempel van ‘ernstig verwijt’. Ernstige verwijtbaarheid, in de zin van (geobjectiverde) wetenschap van misleiding, ligt ook niet in de anti-misleidingsnorm van de Wet OHP besloten.²⁷

b. Rechtstreeks ouderschap onder een ongeschreven zorgvuldigheidsnorm

Rechtstreekse aansprakelijkheid van een bestuurder kan ook worden aangenomen wanneer deze in strijd heeft gehandeld met een op hem *persoonlijk* rustende zorgvuldigheidsverplichting. Er is dan sprake van schending door de bestuurder van een ongeschreven, losstaande zorgvuldigheidsnorm die zich tot hem in persoon richt. In dat geval gelden de gewone regels van onrechtmatige daad. In het bijzonder geldt niet de verhoogde drempel van het ernstig verwijt. Een en ander is door de Hoge Raad bevestigd in het Spaanse Villa-arrest.²⁸ Het betreft in die zaak een bestuurder die zich naast de vennootschap *persoonlijk* tegenover kopers heeft gepresenteerd als deskundig bemiddelaar ten aanzien van de Spaanse onroerend goed markt. Naast de vennootschap was ook de bestuurder zelf professi-

26 Zie par. 13.4.1.

27 Hierin verschilt de anti-misleidingsnorm van de Wet OHP/MVR met de norm van marktmanipulatie vervat in art. 5:58 lid 1 sub d (oud) Wft, welke vereist dat de verspreider van informatie weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat die informatie onjuist of misleidend is. Bestuurdersaansprakelijkheid wegens schending van art. 5:58 lid 1(d) (oud) Wft is, buiten de context van een emissie of beursgang, aangenomen in Rb. Utrecht 12 februari 2012, JOR 2012/243 m.nt. J.H.M. Willems (Kortekaas c.s./Fortis c.s.). De rechtbank overwoog dat het vereiste van ernstig verwijt bij schending van art. 5:58 lid 1(d) Wft niet geldt. De Jong 2012, noot 18, heeft in zijn bespreking van deze uitspraak betoogd dat ernstige verwijtbaarheid in de norm van art. 5:58 lid 1(d) (oud) Wft besloten ligt. Arons & Busch 2016, par. 3.3 en 6, zijn van mening dat de rechtbank ten onrechte de maatstaf van het persoonlijk ernstig verwijt niet heeft toegepast, omdat de aangesprokenen de gewraakte mededelingen deden in hun hoedanigheid van bestuurder van Fortis.

28 HR 23 november 2012, JOR 2013/40 m.nt. W.J.M. van Andel en K. Rutten (Spaanse Villa), r.o. 3.4.2.

oneel nauw betrokken bij de totstandkoming van koopovereenkomsten. Daarmee heeft de bestuurder zich een *persoonlijke* zorgplicht op de hals gehaald.²⁹

Is er naast de anti-misleidingsnorm van de Wet OHP ruimte voor een ongeschreven ‘losstaande zorgvuldigheidsnorm’ op grond waarvan een bestuurder van de uitgevende instelling door beleggers persoonlijk aansprakelijk kan worden gehouden voor misleidende informatie in het kader van een emissie? Om meerdere redenen zou ik bij het opleggen van een dergelijke zorgplicht aan de bestuurder zeer terughoudend willen zijn. Allereerst kan gewezen worden op het al eerder genoemde principiële bezwaar dat door Van Baalen is opgebracht tegen het te gemakkelijk aannemen van zorgplichten op de kapitaalmarkt. De rechtszekerheid kan daardoor in het geding komen.³⁰ Voorts verschilt de positie van een bestuurder van de uitgevende instelling bij een beursgang of emissie aanzienlijk van die van bestuurder Van de Riet in het Spaanse Villa-arrest. Eerstgenoemde presenteert zich, anders dan Van de Riet, niet persoonlijk als deskundige in het kader van de transactie en is daarbij niet in persoon professioneel betrokken. Een ander verschil is, dat de Hoge Raad aan Van de Riet als bestuurder een zorgplicht oplegde jegens een concrete derde, te weten Hoffmann c.s. als kopers van het onroerend goed. De zorgplicht was daardoor goed afgebakend. Een mogelijke zorgplicht jegens *alle* potentiële beleggers in effecten van de uitgevende instelling is onbegrensd. De bestuurder zou daardoor in feite tot waakhond of gatekeeper van de kapitaalmarkt worden gemaakt. Coffee is van mening dat de (one tier) board of directors ‘typically does not qualify as a gatekeeper because its members typically serve too few corporations to have developed reputational capital as monitors’. Deze argumentatie, die met name is toegesneden op non-executive directors, geldt naar mijn mening ook voor uitvoerend bestuurders.³¹

c. Mate van verwijtbaarheid bij rechtstreeks ouderschap

Eerder werd uiteengezet dat rechtstreeks ouderschap van een bestuurder kan voortvloeien uit schending van de Wet OHP/MVR en dat daarvoor in beginsel niet de eis van het ernstig verwijt geldt. Een belangrijk nadeel daarvan is, dat bestuurders eerder aansprakelijk kunnen worden gehouden voor activiteiten die zij in het kader van hun taakuitoefening verrichten en die primair als handelingen van de uitgevende instelling zouden moeten gelden. In de context van de kapitaalmarkt kan dit leiden tot te grote terughoudendheid van bestuurders bij het initiëren van en het vervullen van hun rol in kapitaalmarkttransacties. In zijn conclusie bij het Spaanse Villa-arrest heeft A-G Timmerman in het kader van rechtstreeks ouderschap het volgende betoogd:

29 In een later arrest heeft de Hoge Raad verduidelijkt dat het in Spaanse Villa inderdaad niet ging om aansprakelijkheid van bestuurder Van de Riet voor de wijze waarop hij zijn taak als bestuurder van de vennootschap heeft verricht, maar om *persoonlijk* onzorgvuldig optreden als deskundig bemiddelaar/dienstverlener. Zie HR 5 september 2014, NJ 2015, 21 m.nt. P. van Schilfgaarde; JOR 2014/296 m.nt. M.J. Kroeze (Tulip Air), r.o. 3.5.3. De positie van Van de Riet is in feite vergelijkbaar met die van een advocaat die naast zijn praktijkvennootschap wordt aangesproken. Ook in dat geval geldt niet de verhoogde maatstaf van het ernstig verwijt, omdat het de *primaire* aansprakelijkheid van de advocaat als beroepsbeoefenaar betreft, niet zijn *secundaire* aansprakelijkheid als vennootschapsbestuurder. Aldus oordeelde de Hoge Raad in HR 18 september 2015, NJ 2016, 66 m.nt. P. van Schilfgaarde; JOR 2015/289 m.nt. S.C.J.J. Kortmann (Breeweg/Wijnkamp c.s.).

30 Zie par. 13.5, (tekst bij) noot 59.

31 Coffee 2006, p. 2-3. De vraag of bestuurders en commissarissen van de uitgevende instelling als ‘waakhonden’ of ‘gatekeepers’ de belangen van beleggers op de kapitaalmarkt hebben te bewaken is in Nederlandse context aan de orde gesteld, maar helaas niet beantwoord, door Meerburg 2004, p. 117-118.

‘Er is in die zin sprake van een “gewone” onrechtmatige daad. Het is systematisch het meest zuiver om dan ook (alleen) de daarbij geldende maatstaf te hanteren. Anderzijds hebben we het over situaties waarin sprake is van handelingen die (ook) als gedragingen van de vennootschap kunnen worden aangemerkt en waar deze (mogelijk) voor aansprakelijk is. De functionaris handelde in de context c.q. ten behoeve van de vennootschap. Er valt daarom m.i. wel veel voor te zeggen om de lat voor persoonlijke aansprakelijkheid ook in deze situaties toch hoger te leggen dan wanneer de rol als functionaris geen enkele rol speelt.’³²

Versta ik Timmerman goed, dan is de laatste zin een pleidooi voor het hanteren van het persoonlijk ernstig verwijt ook in situaties van rechtstreeks ouderschap, zolang het maar handelingen betreft die de bestuurder in functie verricht. Het criterium van ernstig verwijt wordt vastgeknoopt aan handelen in functie en blijft niet beperkt tot secundair ouderschap. In een latere publicatie pleit Timmerman ervoor om binnen de bredere context van het algemene aansprakelijkheidsrecht van Boek 6 BW het ernstig verwijt als verzwaard criterium toe te passen voor aansprakelijkheid voor ‘handelen in de hoedanigheid van bestuurder’.³³ In het algemeen verdient een dergelijk pleidooi naar mijn mening steun. In veel gevallen van rechtstreeks ouderschap zal het gaan om schending van normen die zich zowel tot de uitgevende instelling als tot de bestuurder in persoon richten. De anti-misleidingsnorm van de Wet OHP/MVR is daar een voorbeeld van. Zolang de bestuurder zich in de context van een emissie uitsluitend als functionaris van de uitgevende instelling en niet – zoals in de casus van het Spaanse Villa-arrest – persoonlijk als zelfstandige (deskundige) partij naast de uitgevende instelling profileert, lijkt het weinig consistent om een route naar rechtstreekse persoonlijke aansprakelijkheid te openen waarvoor minder zware criteria zouden gelden dan voor secundaire aansprakelijkheid als functionaris.

Ook indien men de suggestie van Timmerman volgt en als uitgangspunt neemt dat de verhoogde drempel van het ernstig verwijt in beginsel zou moeten worden toegepast op *ieder* handelen van een bestuurder in het kader van zijn taakuitoefening, blijven er toch situaties denkbaar waarin dit onwenselijk kan zijn. Dergelijke situaties kunnen zich juist voordoen in de context van de Wet OHP/MVR, waarmee de bestuurder wordt geconfronteerd in periodes waarin de vennootschap zich op de kapitaalmarkt begeeft. Ik noem als voorbeeld het doen van externe mededelingen door de bestuurder in de publicitair zeer gevoelige periode rond een emissie of beursgang, waarin zowel van de uitgevende instelling als van de bestuurder persoonlijk uiterste nauwkeurigheid wordt verlangd.³⁴

De bescherming van de verhoogde drempel valt – ook in de door Timmerman voorgestane benadering – weg wanneer de bestuurder zich buiten de sfeer van de onderneming en/of zijn taakstelling begeeft. Ik noem als voorbeeld de bestuurder die zich, zonder toestemming van de uitgevende instelling en de lead manager, tegenover vrienden en familie persoonlijk profileert als ‘kenner’ van de uitgevende instelling en hen er met gebruik van misleidende informatie toe beweegt op de effecten in te schrijven. Een dergelijke handelwijze staat dermate ver van het handelen in de hoedanigheid van bestuurder af, dat deze geen aanspraak moet

32 Conclusie A-G Timmerman sub 4.14 bij HR 23 november 2012, JOR 2013/40 m.nt. W.J.M. van Andel en K. Rutten (Spaanse Villa).

33 Timmerman 2016, i.h.b. par. 4.

34 Dit voorbeeld wordt besproken in par. 14.2.2.7.

kunnen kan maken op de beschermende werking van het persoonlijk ernstig verwijt. In feite profileert de bestuurder zich op deze wijze – zij het in eigen kring – persoonlijk als deskundig adviseur, zoals ook bestuurder Van de Riet in de Spaanse Villa-casus. In dat geval gelden de ‘gewone’ regels van onrechtmatige daad, waaronder de maatstaf van ‘gewone’ (enkelvoudige) schuld.

14.2.1.3 ERNSTIG VERWIJT EN DE WET OHP

In het voorgaande is ervan uitgegaan dat voor aansprakelijkheid van de bestuurder bij rechtstreeks ouderschap *in beginsel* niet het verzwaarde criterium van ernstig verwijt geldt. Vervolgens is, in navolging van Timmerman, bepleit om dit criterium voor werkzaamheden binnen zijn reguliere taakuitoefening onder omstandigheden toch wèl te laten gelden. Bij dit laatste dient iets langer te worden stilgestaan in verband met de mogelijkheid van rechtstreeks ouderschap van de bestuurder onder de Wet OHP/MVR. Ernstige verwijtbaarheid maakt immers geen deel uit van het normenstelsel van de Wet OHP/MVR. Het ernstig verwijt ligt niet besloten in de anti-misleidingsnorm van art. 6:193b-c/194 BW. Het ligt evenmin besloten in het in de Wet OHP/MVR gehanteerde toerekeningsverband, dat blijkens art. 6:193j/195 lid 2 BW ‘gewone schuld’ behelst. Staat het aanleggen van de drempel van het ernstig verwijt niet op gespannen voet met de Wet OHP/MVR?

Ik zou deze vraag ontkennend willen beantwoorden. De belangrijkste reden hiervoor is in het voorgaande al genoemd: de Richtlijn OHP streeft weliswaar maximum harmonisatie na, maar regelt het aansprakelijkheidsrecht niet. Hetzelfde geldt voor de Richtlijn MVR. Met het implementeren van de Richtlijnen OHP en MVR als speciesregelingen van de onrechtmatige daad heeft de Nederlandse wetgever gebruik gemaakt van de regelingsvrijheid die de richtlijnen bieden. Diezelfde vrijheid geldt ook voor het invullen (niet alleen door de wetgever, maar ook door de rechter) van de parameters voor aansprakelijkheid. Een daarvan is het al dan niet vereisen van ernstige verwijtbaarheid.

Op het niveau van het Nederlandse recht zie ik rechtssystematisch geen bezwaar. In het kader van bestuurdersaansprakelijkheid ex art. 6:162 BW is het immers al geruime tijd vaste leer om het ernstig verwijt als verhoogde drempel voor aansprakelijkheid op te werpen, dit terwijl art. 6:162 BW daarin niet voorziet. Gegeven het feit dat de Wet OHP/MVR, zoals gezegd, een speciesregeling is van art. 6:162 BW zie ik niet waarom ernstige verwijtbaarheid niet ook bij de beoordeling van bestuurdersaansprakelijkheid onder deze speciesregeling als maatstaf zou kunnen worden gehanteerd. Kortom, zowel het Europese richtlijnenrecht als de systematiek en eenheid van het Nederlandse recht laten toe dat voor het beoordelen van bestuurdersaansprakelijkheid onder de Wet OHP/MVR de verzwaarde drempel van het ernstig verwijt wordt gehanteerd. Sterker nog, de wenselijkheid van behoud van eenheid van ons stelsel van bestuurdersaansprakelijkheid pleit hiervoor. Er is geen reden dit stelsel te laten vertroebelen door de Wet OHP/MVR.

14.2.2 Optreden van bestuurders bij beursgang en emissie

14.2.2.1 COLLECTIEVE VERANTWOORDELIJKHEID EN TAAKVERDELING

Artikel 2:129/239 lid 1 BW bepaalt dat, behoudens statutaire beperkingen, het bestuur belast is met het besturen van de vennootschap. Daaruit wordt wel het principe van collegiaal bestuur in het Nederlandse vennootschapsrecht gedistilleerd. Uitgangspunt is, dat het besturen van de vennootschap een collectieve taak is.³⁵ Daarnaast bevat art. 2:9 BW gedragsnormen voor iedere individuele bestuurder. Deze is tegenover de vennootschap gehouden tot een behoorlijke vervulling van zijn taak. Daartoe behoren alle bestuurstaken die niet bij of krachtens de wet of statuten aan een of meer andere bestuurders zijn toebedeeld. Verdeling van taken kan ook plaatsvinden bij bestuursbesluit, indien de statuten dit toelaten.³⁶ Een taakverdeling brengt geen wijziging in de gezamenlijke verantwoordelijkheid. Iedere bestuurder blijft verantwoordelijk voor de taakuitoefening door het bestuur als geheel en voor besluiten die door het orgaan worden genomen.³⁷ Daarop aansluitend volgt uit art. 2:9 lid 2 BW een hoofdelijke aansprakelijkheid van iedere individuele bestuurder jegens de vennootschap voor schade als gevolg van onbehoorlijk bestuur. Deze geldt ook indien een bepaalde kwestie tot het takenpakket van een bepaalde bestuurder behoorde.³⁸ Een bestuurder is niet aansprakelijk indien hem geen ernstig verwijt kan worden gemaakt en hij niet nalatig is geweest in het treffen van maatregelen om de gevolgen van onbehoorlijk bestuur af te wenden.

In het Staleman/Van de Ven-arrest van de Hoge Raad en ook in art. 2:9 lid 2 BW wordt de taakverdeling binnen het bestuur als een van de omstandigheden genoemd die in aanmerking moeten worden genomen bij de vraag of sprake is van een ernstig verwijt.³⁹ De vraag of al dan niet een taakverdeling binnen het bestuur is overeengekomen blijft dus relevant en kan onder omstandigheden – welke volgens het Staleman/Van de Ven-arrest *alle* in aanmerking moeten worden genomen – de aangesproken bestuurder een succesvol verweer opleveren. Dit geldt zowel in kwesties van interne aansprakelijkheid jegens de vennootschap als bij externe aansprakelijkheid jegens derden. Immers, zoals al eerder werd opgemerkt kleurt sinds het arrest Ontvanger/Roelofsen de maatstaf van het ernstig verwijt ook de aansprakelijkheid uit onrechtmatige daad in, waardoor interne aansprakelijkheid ex art. 2:9 BW en externe aansprakelijkheid ex art. 6:162 BW zijn gaan convergeren.⁴⁰ Deze convergentie gaat niet zover, dat ook sprake is van *hoofdelijke* aansprakelijkheid ex art. 6:162 BW jegens derden. De hoofdelijkheid vloeit immers voort uit het beginsel van collectieve bestuursverantwoordelijkheid, welk uitsluitend geldt in de verhouding tussen het bestuur en de vennootschap zelf.

35 Zie bijv. Strik 2010, p. 84; Van der Heijden/Van der Grinten 2013, nr. 233

36 Van der Heijden/Van der Grinten 2013, nr. 257, (tekst bij) noot 296.

37 Van der Heijden/Van der Grinten 2013, nr. 257, (tekst bij) noot 297.

38 Van der Heijden/Van der Grinten 2013, nr. 257, (tekst bij) noot 298. Kritiek op het uitgangspunt van hoofdelijkheid wordt geuit door Strik 2010, p. 85. Strik stelt dat de individuele bestuurder feitelijk optreedt als ‘een soort verzekeraar’ door bij onbehoorlijke taakvervulling door medebestuurders de volledige schade aan de vennootschap te moeten vergoeden, waarna hij maar moet zien of hij verhaal op zijn medebestuurders heeft.

39 HR 10 januari 1997, NJ 1997, 360 m.nt. J.M.M. Maeijer (Staleman/Van de Ven), r.o. 3.3.1.

40 Zie par. 14.2.1.1, noot 22.

Behoorlijke taakvervulling door het bestuur wordt nogal eens toegespitst op het nemen van de juiste formele besluiten. Het moge duidelijk zijn dat ook voorbereidings- en uitvoeringshandelingen van besluiten de toets der behoorlijke taakvervulling moeten kunnen doorstaan. In dit verband zou men het opstellen van een juist en volledig prospectus kunnen beschouwen als een voorbereidingshandeling op het nemen van een emissiebesluit en/of een besluit tot het aanvragen van beursnotering. In de praktijk vindt overigens nogal eens specifieke besluitvorming van het bestuur met betrekking tot het prospectus plaats, in de zin dat een bepaalde versie van het prospectus wordt vastgesteld of goedgekeurd dan wel dat besloten wordt om op een bepaalde versie formele goedkeuring van de AFM te vragen.

Binnen het bestuur van een beursgenoteerde vennootschap die een emissie voorbereidt en in verband daarmee een prospectus opstelt, zal sprake zijn van een bepaalde taakverdeling. Allereerst vloeit een taakverdeling op hoofdlijnen al voort uit de functieomschrijvingen van de verschillende bestuurders. Deze blijven uiteraard tijdens het emissieproces en bij het opstellen van het prospectus van kracht. Daarnaast zullen er op ad hoc basis bijzondere afspraken worden gemaakt over het vervaardigen van het prospectus. Ik verwijs naar de verschillende projectteams genoemd in hoofdstuk 3. Zowel de functieomschrijvingen van de bestuurders als de ad hoc afspraken in verband met het prospectus en de emissie zullen in het algemeen niet in de statuten zijn vastgelegd. Voor het geval het wenselijk wordt geacht dat individuele bestuurders de taakverdeling later indien nodig als verweer tegen aansprakelijkheidsclaims van beleggers kunnen aanvoeren, verdient het aanbeveling een statutaire basis te creëren voor een bestuursbesluit dat in een taakverdeling voorzien. Per project – bijv. het doorlopen van een emissietraject en het vervaardigen van een prospectus – kan dan bij bestuursbesluit een op maat gesneden taakverdeling worden gemaakt. Met het oog op de tekst van art. 2:9 lid 1 BW mag worden aangenomen dat het ‘geen ernstig verwijt’-verweer van de individuele bestuurder ex art. 2:9 lid 2 BW door de statutaire basis en het bestuursbesluit sterker zal zijn dan wanneer er uitsluitend een informele taakverdeling is afgesproken.

Of het maken van een taakverdeling in alle gevallen wenselijk is, is overigens de vraag. Een (te ver gaande) taakverdeling zou als gevolg kunnen hebben dat bestuurders zich niet langer geroepen voelen ‘mee te denken’ op de gebieden die niet onder de hen toebedeelde taak vallen. Wanneer een bepaald risico zich verwezenlijkt, zullen zij dit afschuiven op de bestuurder die op grond van de gemaakte taakverdeling verantwoordelijk was. Juist in een emissietraject en bij het opstellen van een prospectus, dat het gehele werkkterrein en alle risico’s van de uitgevende instelling beslaat waardoor een totaaloverzicht onontbeerlijk is, is een dergelijke hokjesmentaliteit ongewenst. Strik heeft gesignaleerd dat in de Nederlandse literatuur wordt aangenomen dat algemeen beleid en financiën fundamentele bestuurstaken zijn die tot de verplichting van het hele bestuur behoren, ongeacht of er een andersluidende taakverdeling is.⁴¹ Het voorbereiden van een emissie en het opstellen van een prospectus, waarvan de financiële informatie het belangrijkste element vormt, valt mijns inziens onder algemeen beleid en financiën en is dus een collectieve verantwoordelijkheid van het bestuur.

41 Strik 2010, p. 91-92. Zij plaatst hier overigens zelf kanttekeningen bij.

Welke taken kunnen zoal aan individuele bestuurders worden toebedeeld in een emissie- en prospectustraject? Men zou deze globaal in vijf hoofdcategorieën kunnen indelen: 1. informatieverstrekking ('disclosure') aan de lead manager; 2. voor specifieke delen van het prospectus: het aanleveren van een eerste concepttekst; 3. verificatie van (delen van) het prospectus op juistheid en volledigheid; 4. (samen met de lead manager) leiding geven aan een of meer projectteams of werkstromen; 5. naar buiten toe optreden bij presentaties aan analisten, bijeenkomsten met beleggers tijdens de road show en in voorkomend geval interviews en persconferenties. Binnen elk van deze hoofdcategorieën kan een individuele bestuurder met het oog op zijn functie en expertise naar behoeven worden ingeschakeld. Uiteraard kan hij zich laten bijstaan door andere functionarissen en/of externe adviseurs. Bij wijze van voorbeeld schets ik de volgende globale taakverdeling.⁴² De CEO of de CFO kan verantwoordelijk worden gemaakt voor (1) een gestructureerde informatievoorziening aan de lead manager en (4) het samen met de lead manager geven van overall leiding en coördinatie aan de verschillende projectteams. De CFO kan worden belast met (2) het aanleveren van alle op te nemen financiële informatie en het onderhouden van de communicatie met de accountant van de uitgevende instelling over af te geven comfort letters. Vaak worden de meest recente, en daarom voor de belegger meest relevante tussentijdse cijfers nog lopende het prospectustraject opgesteld. Aan de COO kan verzocht worden (2) een eerste opzet te maken voor het in het prospectus op te nemen overzicht van de 'business' van de uitgevende instelling en van de markt(en) waarin deze actief is. De CRO zal in de praktijk nauwgezet (3) de belangrijke risicoparagraaf – waarvan de lead manager de eerste aanzet doorgaans uit een recent prospectus van een 'peer' van de uitgevende instelling zal overnemen – op juistheid en volledigheid verifiëren. De General Counsel (die in dit geval lid is van het bestuur) houdt zich doorgaans, bijgestaan door de advocaat van de uitgevende instelling, bezig met (2) het opstellen van het hoofdstuk waarin op basis van de statuten de rechten van aandeelhouders in extenso beschreven worden. Aan alle bestuurders zal worden gevraagd om in de ontwerpfasen bepaalde versies van het prospectus mee te lezen en van commentaar te voorzien, ook voor wat betreft de gedeelten waarvoor zij zelf niet verantwoordelijk zijn gemaakt.

Wat is nu de rechtspositie indien een van de bestuurders een (ernstige) fout maakt binnen het gebied van de hem toebedeelde taak? Laten we als voorbeeld nemen de Chief Risk Officer (CRO) die de juistheid en volledigheid van de risicoparagraaf in het prospectus diende te verifiëren en die over het hoofd heeft gezien dat een onlangs tegen de vennootschap ingediende zeer substantiële claim, die tijdens de laatste bestuursvergadering ter sprake is gekomen, niet als risico vermeld is. Twee weken na de emissie wordt dit publiekelijk bekend en lijden vele beleggers schade als gevolg van koersdaling. De CRO heeft zich jegens de vennootschap schuldig gemaakt aan onbehoorlijk taakvervulling in de zin van artikel 2:9 lid 1 BW. Deze onbehoorlijke taakvervulling heeft geresulteerd in het uitbrengen van een misleidend prospectus, hetgeen primair als onrechtmatige daad van de vennootschap jegens beleggers heeft te gelden. Aangezien de CRO ter zake een ernstig verwijt kan worden gemaakt, is eveneens sprake van secundaire aansprakelijkheid ex art. 6:162 BW van de CRO tegenover beleggers. Aan-

42 De nummering verwijst naar de hierboven vermelde hoofdcategorieën van taken.

gezien het beginsel van hoofdelijkheid niet geldt voor externe aansprakelijkheid, zijn de overige bestuurders niet automatisch medeaansprakelijk. Mochten beleggers hen toch willen aanspreken, dan zullen zij succesvol moeten betogen dat het opstellen en verifiëren van het prospectus een gemeenschappelijke taak en verantwoordelijkheid van het gehele bestuur is. Daarom treft iedere individuele bestuurder een ernstig verwijt. Het feit dat de CRO extra verantwoordelijkheid opgelegd heeft gekregen ten aanzien van de risicoparagraaf doet daaraan niets af. Ook de overige bestuurders, die allen bekend waren met de ingediende claim, zijn nalatig geweest in het treffen van maatregelen om de gevolgen van de fout van de CRO af te wenden. Zij hadden bij het meelesen van het prospectus hun vinger moeten opsteken. Ik acht in deze situatie een actie van beleggers kansrijk, zowel tegen de CRO als tegen de overige bestuurders. Overigens zullen beleggers geneigd zijn alle bestuurders hoe dan ook te dagvaarden, omdat zij de interne taakverdeling niet (precies) kennen.

Gesteld nu dat de casus enigszins wordt aangepast. De ingediende claim op zichzelf wordt wel in de risicoparagraaf vermeld, maar deze vermelding gaat vergezeld van een te optimistische en voor beleggers misleidende inschatting – gemaakt op basis van een juridische analyse van de General Counsel met assistentie van de huisadvocaat – over de mogelijke gevolgen voor de uitgevende instelling. Deze gevolgen materialiseren zich korte tijd na de emissie en leiden ook hier tot koersschade voor beleggers. In dat geval hangt het mijns inziens van de exacte bewoordingen van de inschatting af of, naast de General Counsel zelf, ook anderen een (ernstig) verwijt kan worden gemaakt dan wel of van hen kon worden verwacht dat zij maatregelen hadden getroffen om misleiding in het prospectus af te wenden, bijvoorbeeld door het inwinnen van een second opinion. Alle bestuurders behoren te weten dat het wegschrijven van risico's uit het prospectus op zichzelf genomen een riskante aangelegenheid is.

Met name in de laatste variant van de casus speelt de vraag in hoeverre een bestuurder mag vertrouwen op de werkzaamheden en informatieverstrekking door een collega bestuurder. Over deze en aanverwante vertrouwenskwesaties heeft Timmerman zich uitgelaten in een – mijns inziens bijzonder – artikel. Timmerman meent dat iedere bestuurder zich zo goed mogelijk moet informeren over door het gehele bestuur te nemen besluiten, hetgeen het verweer dat hij is afgegaan op informatie van een collega bestuurder in beginsel uitsluit. Een taakverdeling binnen het bestuur kan als gevolg hebben dat een zekere mate van vertrouwen op informatie verstrekt door medebestuurders toch op zijn plaats is. Dit vertrouwen mag echter niet blind zijn: de andere bestuurders dienen hun medebestuurder 'kritisch te volgen en met vragen te bestoken'. Door een kritische houding aan te nemen zijn de medebestuurders niet nalatig in het treffen van maatregelen om de gevolgen van onbehoorlijk bestuur af te wenden in de zin van art. 2:9 lid 2 BW. Het gaat er uiteindelijk om wat van een individuele redelijk en zorgvuldig handelende bestuurder verwacht mag worden gezien de aan hem toebedeelde taken. Taakverdeling en vertrouwen hebben beide geen absolute werking.⁴³

43 Timmerman 2011, par.3.

14.2.2.2 INFORMATIEVERSTREKKING AAN DE LEAD MANAGER

Intern – dat wil zeggen binnen het ‘team’ van de uitgevende instelling, de lead manager en hun adviseurs – vervullen bepaalde bestuurders doorgaans een belangrijke rol bij de voorbereiding en het opstellen van het prospectus.⁴⁴ Het betreft, afhankelijk van de taakverdeling, vaak de CEO en/of de CFO. Deze rol bestaat onder meer uit het verstrekken van (mondelinge) informatie aan de lead manager, ervoor zorgdragen dat ook andere medewerkers ter beschikking van de lead manager staan om informatie te verschaffen en erop toezien dat alle relevante documenten beschikbaar worden gesteld voor het due diligence onderzoek.⁴⁵ Bij het verrichten van deze interne activiteiten is geen sprake van enige bejegening van consument-beleggers. Alleen al om die reden kwalificeert het interne optreden van de bestuurder niet als handelspraktijk in de zin van de Wet en de Richtlijn OHP. Ook het vereiste rechtstreekse verband met verkoopbevordering lijkt er niet te zijn. Door het ontbreken van een handelspraktijk is de Wet OHP niet van toepassing. Zulks is ook wenselijk. In de voorbereidingsfase van het prospectus moet de bestuurder in de (betrekkelijke) luwte van het prospectusteam kunnen opereren. Toepassing van de Wet OHP in deze ‘interne’ setting zou niet alleen voeding geven aan de door Kroeze zo onwenselijk geachte bange bestuurders,⁴⁶ maar – alliterend in de traditie van Kroeze – eveneens aan beduchte boekhouders, benauwde bedrijfsjuristen, angstige archivarissen, kortom aan de vrees van allen die binnen de uitgevende instelling bij het verzamelen van informatie en het opstellen van het prospectus betrokken zijn, dat hun interne werkzaamheden wel eens als ‘handelspraktijk’ onder de Wet OHP gekwalificeerd zouden kunnen worden. Dat is vanzelfsprekend een onbedoeld en tevens onwenselijk resultaat.

Een en ander brengt met zich dat consument-beleggers die de bestuurder van een uitgevende instelling willen aanspreken wegens het verstrekken van misleidende informatie aan de lead manager bij de voorbereiding van het prospectus, dit niet kunnen doen op basis van art. 6:193a e.v. BW. Ook art. 6:194 BW kan in deze situatie niet als basis voor aansprakelijkheid van de bestuurder dienen. Deze maakt de betreffende informatie immers niet openbaar. Beleggers zullen hun vordering moeten baseren op art. 6:162 BW, zonder aanspraak te kunnen maken op de dubbele bewijslastomkering van art. 6:193j/195 BW. De bestuurder die zich van de misleiding bewust was kan door beleggers aansprakelijk worden gehouden vanwege zijn *secundair ouderschap*: hem treft persoonlijk een ernstig verwijt ter zake van het uitbrengen van een misleidend prospectus door de uitgevende instelling. Een ernstig verwijt zou onder omstandigheden ook gelegen kunnen zijn in een evident gebrek aan leiding door de betreffende bestuurder aan het prospectusteam waarvoor hij verantwoordelijk is, als gevolg waarvan dit team fouten maakt. Het betreft dan aansprakelijkheid voor een nalaten. Het verwijt aan de bestuurder luidt in dat geval dat de onrechtmatige gedragingen van de rechts-

44 Althans, zo zou het moeten zijn. In de praktijk laat de directe betrokkenheid en beschikbaarheid van bestuurders nogal eens te wensen over.

45 Deze opsomming van taken concentreert zich geheel op informatieverstrekking aan de lead manager, waar deze paragraaf over handelt. De hierboven in par. 14.2.2.1 uiteengezette indeling in taken is meer omvattend, omdat deze het volledige emissietraject betreft.

46 M.J. Kroeze, Bange bestuurders (oratie), *Ondernemingsrecht* 2006/1, p. 4 e.v. (Kroeze 2006). In de onderhavige context: bestuurders die geen kapitaalmarkttransacties meer aandurven.

persoon konden plaatsvinden doordat hij onvoldoende grip had op de organisatie waaraan hij leiding moest geven.⁴⁷ Met het voorgaande hoop ik de vrees van Timmerman voor aanzienlijke toename van de aansprakelijkheid van bestuurders als gevolg van mogelijke toepasselijkheid van de Wet OHP op hun *interne* rol bij het opstellen van het prospectus te hebben weggenomen.⁴⁸ Het ernstig verwijt criterium geldt immers onverkort.

14.2.2.3 PRESENTATIE VOOR ANALISTEN

De eerste gelegenheid waarbij in de context van een beursgang informatie buiten het prospectusteam wordt gebracht is doorgaans een presentatie door het bestuur van de uitgevende instelling aan beleggingsanalisten van de begeleidende banken (*analyst presentation*). Deze vindt plaats voordat het prospectus gereed is. De analisten stellen mede op basis van deze presentatie hun researchrapporten op, welke aan een kleine groep institutionele beleggers ter beschikking worden gesteld.⁴⁹ De presentatie is niet gericht tot consumenten en kwalificeert daarmee niet als handelspraktijk. Misleidende mededelingen van een bestuurder in het kader van de *analyst presentation* leiden dan ook niet tot aansprakelijkheid ex art. 6:193a BW. Aangezien de presentatie in het geheel niet voor beleggers, ook niet voor bedrijfsmatig handelende, bestemd is zou ik menen dat geen openbaarmaking (aan beleggers) heeft plaatsgevonden en dat ook art. 6:194 BW toepassing mist. Ervan uitgaande dat (primair) de uitgevende instelling door de misleiding onrechtmatig handelt jegens de analisten, kan mijns inziens aansprakelijkheid van de betreffende bestuurder jegens dezen worden aangenomen op grond van secundair daderschap, mits hem persoonlijk een ernstig verwijt treft.

14.2.2.4 PUBLICATIE VAN HET PROSPECTUS; ADVERTENTIES EN PERSBERICHTEN

Zodra het (Wft-)prospectus gereed is en is goedgekeurd door de AFM, wordt het doorgaans op de websites van de uitgevende instelling en Euronext geplaatst. Hard copies worden verkrijgbaar gesteld en/of verspreid door de uitgevende instelling en de managers van het syndicaat.⁵⁰ Op dat moment wordt de (consumenten)markt rechtstreeks in verband met de verkoop van effecten benaderd en is sprake van een 'handelspraktijk' in de zin van art. 6:193a lid 1(d) BW. Het betreft een handelspraktijk van de uitgevende instelling en het syndicaat en geen eigen handelspraktijk van haar bestuurders. Deze blijven bij publicatie en distributie van het prospectus voor beleggers onzichtbaar. Dit spoort met de reeds lang in de literatuur aanvaarde gedachte dat de bestuurder het prospectus niet openbaar maakt of laat maken in de zin van art. 6:194 BW.⁵¹ Inmiddels dringt deze gedachte ook tot de rechtspraak door. Eind 2015 moet de rechtbank Noord-Nederland oordelen over de vordering van een claimstichting tegen de bestuurder van

47 Zie de Valk 2009, p. 142.

48 Zie (tekst bij) noot 15 van dit hoofdstuk.

49 Zie meer uitgebreid over deze materie W.J. Horsten, Informatievoorziening buiten het prospectus, in: B. Bierens e.a. (red.), Handboek Beursgang, Serie Onderneming en Recht, deel 68 (2011), p. 399-424.

50 Het Wft-prospectus moet verkrijgbaar worden gesteld door een of meer van de methoden vermeld in art. 5:21 Wft.

51 Zie bijv. Van Solinge 2000, p. 424; Maris & Boele 1994, p. 145.

Bouwstate V BV wegens aansprakelijkheid voor een misleidend obligatieprospectus. De rechtbank stelt vast dat de bestuurder persoonlijk een ernstig verwijt treft en houdt hem aansprakelijk op grond van art. 6:162 BW, omdat hij heeft *bewerkstelligd* dat Bouwstate V BV een misleidend prospectus in de zin van art. 6:194 BW openbaar heeft gemaakt. De uitgevende instelling geldt als openbaarmaker, niet haar bestuurder.⁵²

Eenzelfde benadering lijkt op haar plaats te zijn voor de diverse advertenties en persberichten waarmee de uitgevende instelling zich tot het belegend publiek wendt. Eventuele persoonlijke quotes van bestuurders in persberichten kunnen op dezelfde wijze als interviews aan de media worden behandeld.⁵³

14.2.2.5 ROAD SHOW

Na publicatie van het prospectus gaan de bestuurders van de uitgevende instelling met de lead manager op road show. Gedurende ca. twee weken bezoeken zij financiële centra in binnen- en buitenland om bij professionele beleggers belangstelling voor de aangeboden effecten op te wekken. De road show houdt weliswaar ‘rechtstreeks verband met de verkoopbevordering’ van de effecten, maar niet aan consumenten. Derhalve mist de Wet OHP toepassing bij gebreke van een handelspraktijk. Mocht een bestuurder tijdens de road show misleidende mededelingen doen, dan hebben deze allereerst te gelden als mededelingen van de uitgevende instelling zelf, die daarvoor *primair* aansprakelijk is uit hoofde van art. 6:194 BW. Daarnaast kan ook de bestuurder ex art. 6:194 BW worden aangesproken. Hij is immers openbaarmaker van zijn eigen misleidende mededeling (*rechtstreeks daderschap*), waarbij hij handelt ‘ten behoeve van’ – deze keer in de zin van art. 6:194 BW – de uitgevende instelling. In beginsel is niet vereist dat de bestuurder een *ernstig* verwijt kan worden gemaakt en is (ongekwalificeerde) persoonlijke verwijtbaarheid voldoende om tot aansprakelijkheid te komen. Mocht men, zoals ik heb gesuggereerd, het hierboven⁵⁴ weergegeven pleidooi van Timmerman volgen, dan zou ernstige verwijtbaarheid ook hier een vereiste zijn.

14.2.2.6 BESTURDER ALS VERKOPENDE AANDEELHOUDER

Een vorm van extern optreden door bestuurders bij kapitaalmarkttransacties welke zich in de praktijk frequent voordoet, is de bestuurder die tevens aandeelhouder van de uitgevende instelling is en in het kader van de transactie een deel van zijn aandelen verkoopt. De aansprakelijkheid wegens misleidende mededelingen wordt in dat geval met name bepaald door de hoedanigheid van verkopend aandeelhouder, welke in het voorgaande reeds is behandeld.⁵⁵

52 Rb. Noord-Nederland 23 december 2015, JOR 2016/185 m.nt. U.B. Verboom (Claimstichting Bouwstate V/ Bouwhuis en Wiegel), r.o. 5.19 en annotatie sub 4 en 8. Ook Wiegel, bestuurder van de Stichting Obligatiehouders, wordt door de rechtbank aansprakelijk geacht wegens onzorgvuldig handelen jegens de obligatiehouders. Deze aansprakelijkheid staat geheel los van art. 6:194 BW, omdat de Stichting Obligatiehouders geen openbaarmaker van het prospectus is.

53 Verwezen wordt naar par. 14.2.2.7 van dit hoofdstuk.

54 Zie par. 14.2.1.2 sub c.

55 Zie par. 13.6.4.

14.2.2.7 INTERVIEWS EN PERSCONFERENTIES

Het type extern optreden dat het meeste voer voor juristen biedt is, zoals wij uit de jurisprudentie weten, de bestuurder die zich in de periode rond de beursgang geroepen voelt om een interview aan de media te geven of op andere wijze publiekelijk naar buiten te treden. Door publicatie van het interview in de media worden (a) consument-beleggers benaderd. Wanneer gezegd kan worden dat het interview (b) *rechtstreeks* verband houdt met de verkoopbevordering van de aan te bieden effecten, is sprake van een handelspraktijk in de zin van art. 2(d) Richtlijn OHP/art. 6:193a lid 1(d) Wet OHP. De totstandkomingsgeschiedenis van de Richtlijn en de Wet OHP geeft aan het ‘rechtstreeks verband’ criterium geen duidelijke invulling. Ik ben geneigd aansluiting te zoeken bij het criterium dat in de jurisprudentie is ontwikkeld ten aanzien van art. 6:194 BW: tussen de aangeboden effecten en de gedane uitlatingen moet een voldoende inhoudelijk en temporeel verband bestaan, op grond waarvan de kennelijke strekking van verkoopbevordering kan worden aangenomen.⁵⁶ Het vereiste verband kan aldus worden geparafraseerd, dat buiten het prospectus gedane mededelingen die (1) gedaan worden in de periode rondom dan wel ter gelegenheid van de emissie en (2) informatie bevatten over de uitgevende instelling, haar onderneming en de betreffende effecten die van invloed kan zijn op de aankoopbeslissing van de belegger onder het toepassingsbereik van art. 6:193a/194 e.v. BW vallen. Gelet op dit ruime criterium zal een interview van de bestuurder al snel kwalificeren als handelspraktijk van zowel (via toerekening) de uitgevende instelling als van de bestuurder zelf, handelende ‘ten behoeve van’ de uitgevende instelling. Bevat het interview bewust misleidende mededelingen, dan is aansprakelijkheid van de bestuurder zowel op grond van secundair als van rechtstreeks ouderschap te construeren.

Het is de vraag of het wenselijk is om in dit specifieke geval voor *rechtstreekse* aansprakelijkheid van de bestuurder de drempel van ernstige verwijtbaarheid in te bouwen. De periode rond een emissie of beursgang is publicitair een uitermate gevoelige. A-G Timmerman neemt in zijn conclusie bij het World Online-arrest als uitgangspunt dat ‘van de uitgevende instelling bijzondere nauwgezetheid kan worden gevergd bij het doen van mededelingen in de periode rondom een beursgang. Dit geldt (...) a fortiori wanneer de beursgang om enige reden met grote publicitaire aandacht is omgeven’.⁵⁷ Dezelfde nauwgezetheid zal in acht moeten worden genomen door de bestuurder die in die periode een interview geeft. Verdedigbaar is, dat deze bestuurder niet extra tegen aansprakelijkheid dient te worden beschermd door toepassing van een strenger criterium. Grotere verantwoordelijkheid gaat doorgaans gepaard met grotere aansprakelijkheidsrisico’s.

56 HR 27 november 2009, NJ 2014, 201 m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43 m.nt. Frielink (World Online), r.o. 4.26.1-2 en conclusie A-G Timmerman sub 4.7.3.2; Rb. Utrecht 15 februari 2012, JOR 2012/243 m.nt. Willems (Kortekaas c.s./Fortis c.s.), r.o. 4.10. Voor een uitvoerige behandeling van de rechtspositie, wanneer door de uitgevende instelling mededelingen buiten het prospectus worden gedaan die in voldoende inhoudelijk en temporeel verband tot de emissie staan wordt verwezen naar par. 12.1 en 12.2.

57 Timmerman spreekt in dit verband van een ‘bijzondere zorgplicht’ van de uitgevende instelling jegens (potentiele) beleggers. Wanneer sprake is van voldoende inhoudelijk en temporeel verband, komt mijns inziens ook de wettelijke norm van art. 6:193a/194 BW in beeld. Zie conclusie A-G Timmerman sub 4.7.3.1-4 bij World Online arrest. Zie ook r.o. 4.26.2 van het arrest zelf.

14.3 Prospectusaansprakelijkheid van commissarissen en niet-uitvoerend bestuurders

14.3.1 Two-tier board

De klassieke structuur die de Nederlandse beursvennootschap kent is dualistisch. Er is sprake van een two-tier board bestaande uit een bestuur en een raad van commissarissen, die aparte organen van de vennootschap vormen. Uit art. 2:140 lid 1 BW blijkt dat het hebben van een raad van commissarissen facultatief is. Voor beursvennootschappen gaat de Nederlandse Corporate Governance Code uit van het bestaan van een raad van commissarissen. Ingevolge art. 2:140 lid 2 BW bestaat de taak van de raad van commissarissen uit het houden van toezicht op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken in de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Daarnaast heeft de raad een adviserende functie. Hierboven is betoogd dat het opstellen van een prospectus een essentiële voorbereidingshandeling is voor het doen van een emissie door de uitgevende instelling en het nemen van een emissiebesluit. De emissie en het op te stellen prospectus betreffen naar mijn mening de algemene gang van zaken in de vennootschap en vallen daarmee zonder meer onder het toezicht van de raad van commissarissen. In sommige gevallen zullen de statuten goedkeuring van het emissiebesluit door de raad van commissarissen vereisen. Los van dit alles zal de lead manager doorgaans ook overlegging van een besluit van de raad van commissarissen eisen waarin de emissie, het uitbrengen van het prospectus en andere voorbereidingshandelingen worden goedgekeurd. Zulks om er zeker van te zijn dat de raad zijn toezichthoudende taak in het kader van de emissie serieus heeft genomen.

Iedere individuele commissaris is op grond van art. 2:149 jo art. 2:9 BW tegenover de vennootschap gehouden tot een behoorlijke vervulling van zijn taak. Evenals voor het bestuur geldt ook voor de raad van commissarissen het principe van collectieve verantwoordelijkheid, hetgeen impliceert dat iedere commissaris verantwoordelijk is voor de vervulling van de taak van de raad van commissarissen als geheel.⁵⁸ Hij is voor het geheel aansprakelijk ter zake van het uitoefenen van onbehoorlijk toezicht, tenzij hem mede gelet op de taken die aan andere commissarissen zijn toebedeeld, geen ernstig verwijt kan worden gemaakt en hij niet nalatig is geweest in het treffen van maatregelen om de gevolgen van onbehoorlijke taakvervulling af te wenden. Een en ander loopt in zoverre parallel met de aansprakelijkheidsregeling voor bestuurders in art. 2:9 BW. Wel verdient opmerking dat de toezichthoudende taak van de raad van commissarissen een wezenlijk andere is dan die van het bestuur. Onbehoorlijke taakvervulling door het bestuur impliceert niet automatisch dat ook de raad van commissarissen zijn taak onbehoorlijk heeft vervuld. Daarvan is pas sprake, wanneer de raad van commissarissen weet of redelijkerwijs moet weten dat het bestuur tekortschiet en nalaat passende maatregelen te nemen.⁵⁹

Hoe vertalen deze algemene uitgangspunten zich naar de bemoeienis van de raad van commissarissen met het prospectus? Vanuit zijn taak om toezicht te

58 Van der Heijden/Van der Grinten 2013, nr. 296, (tekst bij) noot 131 met literatuurverwijzingen.

59 Van der Heijden/Van der Grinten 2013, nr. 296, tekst bij en volgend op noot 137.

houden op de algemene gang van zaken komt mij voor dat de raad van commissarissen in het bijzonder toezicht dient te houden op het *totstandkomingsproces* van het prospectus en zich slechts op globaal niveau met *inhoud* ervan hoeft te bemoeien. De commissarissen stellen het prospectus immers niet op. Zij zijn voor wat betreft de verstrekking van informatie afhankelijk van het bestuur, de accountant van de vennootschap en andere betrokken externe adviseurs. Hun bemoeienis zou zich naar mijn mening moeten concentreren op (1) het meelesen en waar nodig op hoofdlijnen becommentariëren van het prospectus,⁶⁰ (2) het voeren van kritisch overleg over de inhoud daarvan op hoofdlijnen met het bestuur en de accountant, (3) het verifiëren dat de gebruikelijke comfort letters van de accountant, legal opinions van advocaten en andere ondersteunende documenten worden afgegeven en (4) het zich ervan vergewissen dat de door het bestuur en de lead manager aangevoerde projectteams die zich met informatievoorziening aan de lead manager en het opstellen van het prospectus bezighouden, goed functioneren.⁶¹

Anders dan voor de jaarrekening,⁶² kent Boek 2 BW geen specifieke bepalingen inzake de aansprakelijkheid van commissarissen voor het prospectus. Prospectusaansprakelijkheid van commissarissen kan evenmin worden gebaseerd op art. 6:193a/194 e.v.BW.⁶³ De commissaris verricht immers in persoon geen handelspraktijk en maakt het prospectus niet openbaar. Als basis voor aansprakelijkheid resteert de algemene regeling van art. 6:162 BW. Omdat het gaat om secundaire aansprakelijkheid, geldt als criterium dat de commissaris persoonlijk een ernstig verwijt ter zake van het (gebrek aan) toezicht moet treffen.⁶⁴ Aangezien het opstellen van het prospectus onder de verantwoordelijkheid van het bestuur valt en commissarissen op grotere afstand daarvan staan, zullen zij zich doorgaans in geval van misleidende prospectusinformatie eerder kunnen disculperen dan bestuurders. Ook commissarissen kunnen in het kader van disculpatie een beroep doen op een overeengekomen taakverdeling. In dat geval geldt hetgeen hierover eerder ten aanzien van bestuurders is opgemerkt *mutatis mutandis*.⁶⁵

14.3.2 *One-tier board*

Sinds 1 januari 2013 voorziet art. 2:129a/239a BW in de mogelijkheid van een monistisch bestuursstelsel, waarin sprake is van één bestuursorgaan bestaande uit uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders.⁶⁶ Een vennootschap met een one-tier board heeft geen raad van commissarissen.⁶⁷ De toezichthoudende taak rust op de niet-uitvoerend bestuurders, die daarnaast ook bestuursverantwoordelijkheid dragen. In hoeverre verschilt bij een vennootschap met een one-tier board die in het kader van een emissie een prospectus voorbereidt, de rechtsposi-

60 Met name op de hoofdstukken die de business en de strategie van de uitgevende instelling betreffen, onderwerpen die in de (gezamenlijke) vergaderingen van de raad van commissarissen (met het bestuur) aan de orde komen, kunnen zij nuttige inbreng hebben.

61 Een vergelijkbare rol ziet Beckman weggelegd voor commissarissen bij het opstellen van de jaarrekening. Zie Beckman 2012, par. 8.

62 Art. 2:150 BW.

63 In dezelfde zin Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 515.

64 Ook dit volgt uit art. 2:149 jo. art. 2:9 BW.

65 Zie par. 14.2.2.1.

66 Wet bestuur en toezicht, Stb. 2011, 275.

67 Art. 2:140 lid 1 jo. art. 2:129a BW.

tie van een niet-uitvoerend bestuurder met die van de commissaris in een klassieke two-tier board structuur? Waar het betreft het opstellen van de jaarrekening, het jaarverslag en tussentijdse cijfers ziet Beckman geen wezenlijk verschil.⁶⁸ Hij beargumenteert dit met de stelling dat ‘de rol van niet-uitvoerende bestuurders op dit terrein niet wezenlijk verschilt van die van commissarissen, zeker niet als bedacht wordt dat ook in een two-tier board de vergaderingen van de raad van commissarissen als regel worden bijgewoond door bestuurders’. Ik kan Beckman hierin niet volgen. Andersom geldt immers niet dat alle bestuursvergaderingen door commissarissen worden bijgewoond. Binnen het bestuur zal meer (gedetailleerde) informatie worden uitgewisseld dan de informatie die wordt verstrekt aan de raad van commissarissen. Deze wordt doorgaans in een later stadium, nadat de besluitvorming binnen het bestuur is afgerond, geïnformeerd en woont niet de discussies binnen het bestuur bij.⁶⁹ Derhalve mag worden aangenomen, dat de niet-uitvoerend bestuurder in een one-tier board over meer (gedetailleerde) en actuelere informatie beschikt dan de commissaris in een two-tier board structuur. Mocht dit niet het geval zijn, dan dient eerstgenoemde zich door zijn medebestuurders volledig te laten informeren. De niet-uitvoerend bestuurder zal daarom doorgaans beter en in een eerder stadium kunnen constateren dat er omstandigheden zijn die mogelijk tot opname van misleidende informatie in het prospectus kunnen leiden en zal in dat geval eerder maatregelen moeten treffen. Bovendien maakt hij deel uit van het bestuur, dat collectieve verantwoordelijkheid draagt voor het *opstellen* van het prospectus. Het risico van prospectusaansprakelijkheid lijkt met het oog op dit alles groter te zijn voor de niet-uitvoerend bestuurder dan voor de commissaris.⁷⁰

14.4 Ondertekening van het prospectus

De wet, de Prospectusrichtlijn en de Prospectusverordening kennen niet het vereiste dat het prospectus door bestuurders en commissarissen moet worden ondertekend. Ook de AFM vereist voor de door haar ex art. 5:9 Wft te verlenen goedkeuring geen ondertekend exemplaar van het prospectus. Doorgaans wordt volstaan met een formele brief van de uitgevende instelling vergezeld van het finale concept prospectus, waarop de goedkeuring van de AFM wordt verzocht.

Op dit punt verschilt de regeling van het prospectus wezenlijk van die van de jaarrekening. Daarvoor stelt immers art. 2:101 lid 2 BW het vereiste dat zij wordt ondertekend door de bestuurders en commissarissen. Van het ontbreken van de handtekening van een van hen moet onder opgave van redenen melding worden gemaakt. De wettelijke regeling inzake ondertekening van de jaarrekening heeft een duidelijke verantwoordingsfunctie. De bestuurders en commissarissen die de jaarrekening ondertekenen nemen daarvoor inhoudelijke verantwoordelijkheid. Deze verantwoordelijkheid sluit aan bij de bijzondere regeling van de art. 2:139 en 150 BW op grond waarvan aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen

68 Beckman 2012, par. 13.

69 Zie ook Buijn & Storm 2013, p. 301-302.

70 Meer algemeen in (naar ik begrijp) dezelfde zin, Buijn & Storm 2013, p. 306.

rissen voor een misleidende jaarrekening kan worden gevestigd.⁷¹ Zoals al eerder werd opgemerkt, ontbreekt een wettelijke speciesregeling voor aansprakelijkheid van bestuurders voor een prospectus.

Wel komt het in de praktijk voor dat bestuurders en commissarissen een exemplaar van het prospectus ondertekenen als een van de aan de effectenbeurs over te leggen stukken in het kader van een noteringsaanvraag voor nieuw uit te geven effecten. Deze ondertekening lijkt met name een waarmerkfunctie te hebben in de verhouding tussen de uitgevende instelling en de effectenbeurs. Het belegend publiek krijgt dit ondertekende exemplaar niet te zien. Naar mijn mening kan dan ook niet gesteld worden dat door ondertekening van het prospectus in het kader van een noteringsprocedure bestuurders of commissarissen inhoudelijke verantwoordelijkheid jegens het belegend publiek op zich nemen.

Overigens dient gewaakt te worden tegen de gedachte dat er zonder ondertekening door bestuurders of commissarissen geen persoonlijke aansprakelijkheid voor het prospectus zou kunnen ontstaan. Zoals hierboven werd uiteengezet, is het opstellen van een juist en volledig prospectus de collectieve verantwoordelijkheid van het bestuur onder toezicht van de raad van commissarissen. Het al dan niet ondertekenen van het prospectus door bestuurders of commissarissen doet daaraan niet af.

14.5 Responsibility statement

Voor prospectussen die onder de Prospectusrichtlijn vallen stelt art. 6 lid 1 van deze richtlijn het vereiste dat de verantwoordelijkheid voor de prospectusinformatie ‘tenminste’ berust bij de uitgevende instelling of bij zijn leidinggevend, toezichthoudend of bestuursorgaan dan wel bij (kort gezegd) de lead manager. De verantwoordelijke persoon of personen moeten vermeld worden in het prospectus en van hen moet een verklaring worden opgenomen dat, voor zover hen bekend, de gegevens in het prospectus in overeenstemming zijn met de werkelijkheid en dat geen gegevens zijn weggelaten waarvan de vermelding de strekking van het prospectus zou wijzigen.⁷² Deze combinatie van verantwoordelijkheidsvermelding en conformiteitsverklaring wordt in de praktijk wel integraal aangeduid als verantwoordelijkheidsverklaring of responsibility statement. Volgens het voorstel van de Commissie voor een nieuwe Prospectusverordening, gepubliceerd op 30 november 2015,⁷³ zal het huidige art. 6 lid 1 Prospectusrichtlijn nagenoeg ongewijzigd worden overgenomen in art. 11 lid 1 van de nieuwe verordening.

Zoals al eerder werd geconstateerd, is het in de Euronext-praktijk gebruikelijk om uitsluitend de uitgevende instelling als (formeel) verantwoordelijke partij in het prospectus op te voeren. Dit leidt niet tot extra aansprakelijkheidsrisico. In

71 Zie voor een recente uitspraak over bestuurdersaansprakelijkheid voor een misleidende jaarrekening met focus op causaal verband Rb. Amsterdam 28 oktober 2015, JOR 2015/330 m.nt. U.B. Verboom (Landis). De Jong 2016, par. 3.2, beoordeelt deze uitspraak – mede in het licht van het World Online arrest van de Hoge Raad – als ‘in een aantal opzichten onjuist of onduidelijk’.

72 Een en ander is eveneens uitgewerkt in de bijlagen bij Prospectusverordening 809/2004, zie bijvoorbeeld Bijlage I sub 1.

73 COM 2015 (583) final. Zie ook par. 5.4.

geval van misleidende prospectusinformatie is de uitgevende instelling immers toch al aansprakelijk als verrichter van een misleidende handelspraktijk (art. 6:193a e.v. BW) dan wel openbaarmaker van een misleidende mededeling (art. 6:194 e.v. BW). De verantwoordelijkheidsverklaring in het prospectus doet daaraan niets toe of af.⁷⁴

De AFM lijkt overigens in het goedkeuringsproces bij herhaling toe te laten dat een afgezwakte variant van de conformiteitsverklaring in het prospectus wordt opgenomen. In enkele recent goedgekeurde prospectussen verklaart de uitgevende instelling dat

‘(...)it has taken all reasonable care to ensure that, to the best of its knowledge, the information contained in this Prospectus is in accordance with the facts and contains no omission likely to affect its import.’⁷⁵

De verklaring dat men zich redelijkerwijs alle moeite heeft getroost om, naar beste weten, juiste en volledige informatie in het prospectus op te nemen gaat uiteraard minder ver dan de door art. 6 Prospectusrichtlijn voorgeschreven verklaring dat, voor zover aan de verantwoordelijke personen bekend, de prospectusinformatie (kort gezegd) juist en volledig is. In de eerst bedoelde, afgezwakte verklaring wordt naar de letter genomen niets verklaard over de kwaliteit van de prospectusinformatie, maar slechts over de eigen inspanningen. Art. 6 Prospectusrichtlijn eist een verklaring over de kwaliteit van de prospectusinformatie (desgewenst met een kwalificatie die verwijst naar de kennis van de prospectusverantwoordelijken).

Zolang de conformiteitsverklaring uitsluitend door de uitgevende instelling zelf wordt gegeven, is de kwestie van betrekkelijk gering belang voor het aansprakelijkheidsrisico. Als verrichter van een handelspraktijk en openbaarmaker van een mededeling kan de uitgevende instelling, zoals reeds werd opgemerkt, in geval van misleiding hoe dan ook worden aangesproken onder art. 6:193a/194 e.v. BW. Wanneer echter de conformiteitsverklaring (mede) zou worden gegeven door een partij die (mogelijk) *geen* ‘verrichter’ of ‘openbaarmaker’ is, zoals een verkopende aandeelhouder of een bestuurder van de uitgevende instelling,⁷⁶ dan zou deze baat kunnen hebben bij de afgezwakte variant. De verklaring dat men redelijkerwijs zijn best heeft gedaan leidt naar haar aard minder snel tot aansprakelijkheid onder art. 6:162 BW, dan de verklaring dat informatie (naar beste weten) juist en volledig is.

Een enkele keer komt het in de Nederlandse praktijk toch voor dat de bestuurders van de uitgevende instelling de responsibility statement in het prospectus afgeven.⁷⁷ Wat heeft dit voor gevolgen voor hun aansprakelijkheidsrisico’s? Deze

74 Zie par. 5.5.5.3.

75 Zie bijv. prospectus ABN AMRO 10 november 2015, p. 128; prospectus ASR 30 mei 2016, p. 50; prospectus Basic Fit 30 mei 2016, p. 69; prospectus Takeaway.com 19 september 2016, p. 60.

76 In het prospectus van ASR, p. 50, wordt de afgezwakte conformiteitsverklaring niet slechts door de uitgevende instelling, maar ook door de verkopende aandeelhouder Stichting NLFI (de vertegenwoordiger van de Staat) gegeven.

77 In de Engelse praktijk zijn de *directors* hiertoe, naast de uitgevende instelling zelf, verplicht op grond van section 5.5.3(2)(b) Prospectus Rules.

nemen naar mijn mening toe.⁷⁸ Met de responsibility statement richt de bestuurder zich rechtstreeks tot het belegend publiek. Beleggers mogen op deze verklaring, die is afgelegd door een persoon die bij uitstek geacht wordt de uitgevende instelling te kennen, afgaan.⁷⁹ Mocht het prospectus een of meer materiële onjuistheden of onvolledigheden bevatten, dan is de door de bestuurder afgelegde conformiteitsverklaring misleidend. Door in te stemmen met opname van zijn verklaring in het prospectus richt de bestuurder zich tot het belegend publiek en is er sprake van bejegening van consumenten in de zin van art. 2 lid 1 sub (d) Richtlijn OHP. Omdat de bestuurder daarnaast als ‘handelaar’ kwalificeert – hij handelt immers ‘ten behoeve van’ de uitgevende instelling – is sprake van een handelspraktijk. In de verhouding tot bedrijfsmatig handelende beleggers kan het verlenen van instemming tot opname in het prospectus worden gezien als een ‘laten openbaar maken’ van de verantwoordelijkheidsverklaring door de bestuurder in de zin van art. 6:194 BW. Een en ander resulteert erin dat de door een bestuurder ten onrechte afgegeven conformiteitsverklaring heeft te gelden als een misleidende handelspraktijk respectievelijk een misleidende mededeling van de bestuurder in persoon. Deze kan door beleggers worden aangesproken op basis van art. 6:193a/194 e.v. BW. De belegger profiteert in dat geval van de dubbele bewijslastomkering ten aanzien van het misleidende karakter en de toerekenbaarheid zoals voorzien in art. 6:193j/195 BW.⁸⁰

De bestuurder beschikt nog over twee ontsnapingsmogelijkheden. Allereerst staan art. 6 lid 1 Prospectusrichtlijn en Bijlage I sub 1 bij de Prospectusverordening toe dat de conformiteitsverklaring wordt afgezwakt met een *best knowledge* kwalificatie (‘voor zover hun bekend’). Wanneer de bestuurder kan aantonen dat hij – al dan niet via zijn ondergeschikten en adviseurs – alle beschikbare onderliggende informatie heeft opgevraagd en tot zich heeft genomen, dat hij geen reden had om aan te nemen dat deze (materiële) onjuistheden of onvolledigheden bevatte en dat het prospectus alle beschikbare informatie die van materieel belang is reflecteert, zou hij kunnen betogen dat zijn verklaring niet misleidend en derhalve niet onrechtmatig is. Immers, het pas later gebleken informatiegebrek doet er niet aan af dat het prospectus ten tijde van het afgeven van de verklaring ‘voor zover de bestuurder bekend’ conform de werkelijkheid was. In dat kader zal de bestuurder aannemelijk moeten maken dat hij zich de nodige inspanningen heeft getroost om zich een juist en volledig beeld te vormen en dat ontbrekende informatie niet elders binnen de organisatie(s) van de uitgevende instelling, de lead manager en hun adviseurs voor hem beschikbaar was, bijv. omdat deze door

78 Ook Lemstra 2011, p. 154-155, lijkt deze mening te zijn toegedaan.

79 Mij komt voor dat het hier niet een toepassing van het vertrouwensbeginsel van art. 3:35 BW in zuivere gedaante betreft. Dit beginsel beoogt immers de wederpartij bij een overeenkomst of de geadresseerde van een eenzijdige gerichte rechtshandeling te beschermen, zie Tekst & Commentaar Burgerlijk Wetboek, art. 3:35 BW, aant. 2 (J. Hijma). De bestuurders die de verklaring afleggen beogen niet in persoon een aanbod aan de belegger te doen of een overeenkomst met de belegger aan te gaan. Hun verklaring heeft als doel te bevorderen dat de uitgevende instelling hiertoe in staat wordt gesteld. Mochten beleggers in de primaire markt de uitgevende instelling op contractuele basis aanspreken, dan geldt het vertrouwensbeginsel van art. 3:35 BW wel in hun verhouding met de uitgevende instelling.

80 Voor toepasselijkheid van art. 6:195 BW moet nog wel worden voldaan aan het vereiste dat de bestuurder als inhoudsbepaler van de door hem afgegeven conformiteitsverklaring wordt gezien. Mogelijk kan hij tegenwerpen dat dit niet het geval is, omdat de verklaring in hoge mate is gestandaardiseerd. Anderzijds zou hij natuurlijk ook kunnen weigeren de verklaring af te geven. Lemstra 2011, p. 154, is van mening dat reeds uit het enkele afgeven van de verantwoordelijkheidsverklaring volgt dat de betreffende partij de inhoud van het prospectus mede heeft bepaald.

een werknemer bewust werd achtergehouden. Informatie die wel voor de bestuurder beschikbaar was wordt naar mijn mening geacht ‘door te werken’ niet alleen – via managementinformatiesystemen – binnen de organisatie van de uitgevende instelling zelf, maar ook binnen het ‘team’ van de uitgevende instelling, de lead manager en hun adviseurs. Deze informatie wordt de bestuurder geacht te kennen en kan hem in termen van *best knowledge* worden toegerekend.⁸¹ Vindt men het argument dat de conformiteitsverklaring onder deze omstandigheden strict genomen niet misleidend is te zeer leunen op een grammaticale uitleg van de *best knowledge* kwalificatie, dan zou een alternatieve benadering denkbaar zijn. De *best knowledge* kwalificatie zou kunnen worden uitgelegd als het uitdrukkelijk openhouden van de mogelijkheid van een schuldverweer. De bestuurder verklaart zijn best te hebben gedaan, maar er desondanks niet voor in te staan dat het prospectus de werkelijkheid juist en volledig reflecteert. Mocht later toch sprake zijn van onjuistheid of onvolledigheid, dan neemt hij op voorhand reeds de positie in dat hem geen verwijt treft. Beleggers zouden daartegenover kunnen stellen dat, bij gebreke van schuld, toerekening dient plaats te vinden op grond van de verkeersopvattingen. Immers, dwaling van de bestuurder omtrent de rechtmatigheid van zijn eigen handelen komt krachtens verkeersopvattingen voor zijn rekening.⁸²

Een tweede barrière die door de bestuurder kan worden opgeworpen zou kunnen zijn, dat de maatstaf van het ‘ernstig verwijt’ moeten worden ingelezen wanneer hij ex art. 6:162 of 6:193a/194 BW wordt aangesproken. Het geven van de conformiteitsverklaring in het prospectus is immers een handeling verricht in functie. Daarmee zou de bestuurder houvast zoeken aan de conclusie van A-G Timmerman bij het Spaanse Villa-arrest. De A-G pleit ervoor dat het ernstig verwijt ook in gevallen van rechtstreeks daderschap van bestuurders als maatstaf dient te gelden.⁸³ Of het afgeven van een conformiteitsverklaring die achteraf onjuist blijkt te zijn een ernstig verwijt aan het adres van de bestuurder impliceert, zal in sterke mate afhangen van de feitelijke omstandigheden. Met name de vraag of de bestuurder zich in voldoende mate heeft ingespannen om de informatie die aan de basis van het prospectus ligt tot zich te nemen en zich aan de hand daarvan een redelijk oordeel te vormen, is in dit kader van belang.

81 Zie over toerekening van kennis, in het bijzonder binnen dezelfde organisatie: Klaassen 1999, i.h.b. p. 96. De term ‘doorwerken’ is in dit verband aan haar ontleend.

82 Zie Parlementaire Geschiedenis Boek 6 BW, p. 618-619; Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 121.

83 Conclusie A-G Timmerman sub 4.14 bij HR 23 november 2012, JOR 2013/40 m.nt. W.J.M. van Andel en K. Rutten (Spaanse Villa), zie par. 14.2.1.2 sub c.

DEEL III CONTRACTUELE
PROSPECTUSAANSPRAKELIJKHEID

15.1 Inleiding en relevantie voor de praktijk

Het leerstuk van prospectusaansprakelijkheid wordt doorgaans in de sleutel geplaatst van onrechtmatige daad, in het bijzonder de regeling van oneerlijke handelspraktijken en misleidende reclame in de afdelingen 6.3.3A en 6.3.4 BW. Voor de belegger wordt het bewandelen van deze weg als de hoofdroute beschouwd. Die hoofdroute is uitvoerig aan de orde gekomen in deel II van deze studie.

Daarnaast vindt het uitbrengen van een prospectus aan beleggers plaats in een contractueel speelveld. Verschillende partijen spelen daarin ieder een eigen rol en staan tot elkaar in diverse contractuele verhoudingen. In de hoofdstukken 15 en 16 worden deze rechtsverhoudingen in kaart gebracht en geanalyseerd. Deze analyse volgt de chronologische volgorde van precontractuele fase via totstandkoming en inhoud van de overeenkomst tot mogelijke acties die de teleurgestelde belegger ter beschikking staan. De mogelijkheid voor beleggers om de uitgevende instelling en de lead manager langs contractuele weg aan te spreken is in de praktijk nog nauwelijks getest.¹ Gaandeweg heeft deze route meer aandacht in de literatuur gekregen. Enkele auteurs hebben onderzocht of de route gunstiger perspectieven voor de teleurgestelde belegger biedt dan de delictuele route, om daarmee mogelijk een aantal klippen te omzeilen. De contractuele route kan met name interessant zijn voor (institutionele) beleggers die effecten in een *primaire* markttransactie verwerven en deze, vanwege hun langere beleggingshorizon, niet al in de eerste weken na de emissie van de hand doen. Potentiële misleiding door het prospectus zal doorgaans in deze eerste weken aan het licht komen. Deze beleggers kunnen dan jegens de uitgevende instelling en/of de lead manager een beroep doen op hun contractuele rechten, al dan niet in combinatie met het instellen van een delictuele vordering op basis van afdeling 6.3.3A of 6.3.4 BW.

Het belang van de vraag of een vordering op wanprestatie dan wel op onrechtmatige daad kan worden gebaseerd is enigszins afgenomen doordat afdeling 6.1.10 BW het belangrijkste gevolg, te weten de verplichting tot schadevergoeding, voor beide op uniforme wijze regelt.² Maar dit betekent niet, dat de keuze tussen de beide grondslagen er voor de belegger niet toe doet. De belegger zal

1 Voor een zaak waarin wel de contractuele route is bewandeld, zie par. 16.4.1, noot 41.

2 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 10.

zich bij het maken van zijn keuze in het bijzonder moeten beraden op (1) zijn bewijspositie en (2) de hem ter beschikking staande *remedies* inclusief de mate van financiële genoegdoening waarop beide vorderingen uitzicht bieden.

In aansprakelijkheidskwesities die voortvloeien uit internationale transacties zal de afweging gecompliceerder zijn. Goed denkbaar is, dat dan de contractuele en de delictuele aansprakelijkheid door verschillende rechtsstelsels worden beheerst.³ In dat geval worden de resultaten niet noodzakelijkerwijs door afdeling 6.1.10 BW ‘verevend’.

In par. 15.2 van dit hoofdstuk wordt het contractuele speelveld van de emissie in kaart gebracht.⁴ Ten behoeve van een goed overzicht moet een aantal scheidslijnen worden getrokken. Allereerst moet worden onderscheiden tussen transacties op de primaire en de secundaire markt. Voorts valt de primaire markt op haar beurt in twee delen uiteen: de door de lead manager overgenomen emissie en de door hem gegarandeerde emissie. Binnen het primaire marktsegment verdient ook het verschil in contractuele positie tussen gekwalificeerde en particuliere belegger aandacht.

In par. 15.3 wordt onderzocht in welke gevallen sprake is van een precontractuele fase waarin deze partijen gehouden zijn een bepaalde gedragslijn jegens elkaar in acht te nemen (par. 15.3.3, 15.3.4 en 15.3.5). Daaraan vooraf gaan enkele meer algemene beschouwingen over de precontractuele fase (par. 15.3.1) en over de vraag in hoeverre het ontwaren van een precontractuele fase in de verhouding tussen genoemde partijen verenigbaar is met het collectieve karakter van de kapitaalmarkt (par. 15.3.2).

De twee volgende paragrafen richten zich op de rol die het prospectus vervult bij de totstandkoming van de overeenkomst tussen belegger en uitgevende instelling/lead manager, te weten die van precontractuele mededeling (par. 15.4) dan wel onderdeel van het mechanisme van aanbod en aanvaarding (par. 15.5).

In par. 15.6 wordt de vraag behandeld in hoeverre het prospectus, als onderdeel van de contractuele relatie, onderhevig kan zijn aan uitleg en aanvulling.

De drie laatste paragrafen zetten het prospectus in het voetlicht van drie *special topics* van het contractenrecht, te weten het derdenbeding (par. 15.7), de exoneratie (par. 15.8) en algemene voorwaarden (par. 15.9).

15.2 Primaire vs. secundaire markttransactie

15.2.1 *Primaire markttransactie*

In de primaire markttransactie verwerven beleggers effecten die door de uitgevende instelling of door zittende aandeelhouders voor de eerste maal worden geplaatst. In het geval van de uitgevende instelling gaat het doorgaans om nieuw

3 Arons 2012, hoofdstuk 9, geeft een analyse van het toepasselijke recht op de delictuele prospectus aansprakelijkheid.

4 Zie daarvoor ook Van der Pauw & Stevens 1999; (deels, ten aanzien van retailbeleggers) Lieveerse 2011.

uitgegeven effecten,⁵ zittende aandeelhouders herplaatsen bestaande effecten die in het verleden al zijn uitgegeven.

Voorts valt het contractuele speelveld van de primaire markttransactie in twee delen uiteen. Dit houdt verband met het feit dat uitgevende instelling en de lead manager bij het vormgeven van de primaire markttransactie de keuze hebben uit verschillende onderwriting technieken. De lead manager kan de effecten zelf van de uitgevende instelling en/of de verkopende aandeelhouders verwerven en deze vervolgens doorverkopen aan beleggers. Er is dan sprake van een overgenomen emissie. Tussen de lead manager enerzijds en de beleggers – c.q. hun commissi-onairs – anderzijds ontstaat een contractuele relatie. Daarnaast kunnen partijen ook overeenkomen dat de lead manager in eerste instantie beleggers ‘aantrekt’ die de effecten rechtstreeks van de uitgevende instelling en de verkopende aandeelhouders zullen verwerven. De contractuele relatie ontstaat dan tussen enerzijds de uitgevende instelling en haar aandeelhouders en anderzijds de (commissi-onairs van) beleggers. Uitsluitend voor het geval de lead manager er niet in slaagt voldoende beleggers aan te brengen om de hele emissie af te nemen, garandeert hij dat hij zelf het overblijvende deel zal consumeren. Dit is de gegarandeerde emissie, waarbij de contractuele lijnen dus anders lopen dan bij de overgenomen emissie. Overigens hebben beide gemeen dat het plaatsingsrisico door de lead manager en de overige syndicaatsleden, en niet door de uitgevende instelling en de verkopende aandeelhouders, wordt gedragen. De overgenomen en de gegarandeerde emissie zijn visueel weergegeven in *Bijlagen 2 en 3*.⁶

In beide gevallen wordt aan de primaire markttransactie door de uitgevende instelling, de verkopende aandeelhouders en de lead manager contractueel vormgegeven in een schriftelijke onderwriting agreement. Deze wordt doorgaans ondertekend aan het eind van de periode waarin beleggers kunnen inschrijven, op de dag voordat de handel in de nieuw geplaatste aandelen van start gaat buiten beursuren.⁷

Aan beleggerszijde wordt op de effecten ingeschreven door institutionele beleggers op eigen naam en voor eigen rekening. Particuliere beleggers hebben hiertoe niet de gelegenheid en moeten inschrijven via hun commissionair. Deze handelt op eigen naam en voor rekening van de particuliere belegger. Hij wordt zelf partij bij de overeenkomst, zodat contractuele vorderingen uitsluitend door hem – en dus niet door de particuliere belegger zelf – kunnen worden ingesteld.⁸ In het vervolg zal worden gesproken van het instellen van contractuele vorderingen door particuliere beleggers en wordt van de noodzaak van het betrekken van

5 Soms bestaat de emissie voor een deel uit door de uitgevende instelling herplaatste *treasury shares* die zij ooit heeft ingekocht maar niet ingetrokken.

6 De beide plaatsingstechnieken zijn omschreven in par. 3.2.2.3 sub e.

7 Gesproken wordt van *back-end underwriting*, zie ook hierboven par. 3.2.2.3 sub e.

8 In dezelfde zin Perrick & De Serière 1991, p. 112; Timmerman 1996, p. 71; Van der Pauw & Stevens 1999, par. 4; Schaafsma 1986, p. 163 met verwijzing naar HR 11 maart 1977, NJ 1977, 521 m.nt. G.J. Scholten (Kribbenbijter). In dit arrest is door de Hoge Raad uitgemaakt dat iemand die in eigen naam maar ten behoeve van een opdrachtgever een overeenkomst met een derde sluit, in beginsel ook in eigen naam ten behoeve van die opdrachtgever de uit die overeenkomst voortvloeiende rechten geldend kan maken, waaronder het instellen van een vordering tot schadevergoeding wegens wanprestatie. Overigens zijn diverse auteurs van mening dat in deze constellatie de deskundigheid van de tussenpersoon/gevolmachtigde (agent) niet aan de particulier (principaal) mag worden toegerekend, zeker niet wanneer de particulier geen inhoudelijke bijstand heeft genoten van de deskundige tussenpersoon. Zie Van Setten 1998, p. 150 en Tjittes 1994, p. 149-150, beide met verwijzingen. In het onderstaande wordt dan ook niet uitgegaan van toerekening van kennis of deskundigheid van de commissi-onair aan de particuliere belegger voor wiens rekening hij handelt.

de commissionair geabstraheerd. De particuliere belegger kan uiteraard wel zelf, zonder betrokkenheid van de commissionair, op basis van onrechtmatige daad ageren.

Bij een gegarandeerde emissie plaatsen de zittende aandeelhouders een deel van hun *bestaande* aandelen rechtstreeks bij beleggers. Er is weinig twijfel over mogelijk dat deze doorplaatsing gebaseerd is op een koop/verkooptitel. Hetzelfde geldt voor de doorplaatsing van aandelen door de lead manager aan beleggers in geval van een overgenomen emissie. Discussie is mogelijk over kwalificatie van de overeenkomst die tot stand komt tussen enerzijds de uitgevende instelling en anderzijds de lead manager (bij een overgenomen emissie) respectievelijk beleggers (bij een gegarandeerde emissie), krachtens welke *nieuwe* aandelen worden uitgegeven. Van der Velden was aanvankelijk van mening dat uitgifte van nieuwe aandelen niet als koop, maar als een overeenkomst tot deelneming in de vennootschap dient te worden gekwalificeerd. Zijn argument dat de nieuw uitgegeven aandelen ‘niet worden geleverd, maar ontstaan door plaatsing’ komt mij niet voor als overtuigend, aangezien ook toekomstige goederen – in dit geval de nog uit te geven aandelen – voorwerp van een koopovereenkomst kunnen zijn.⁹ Later heeft Van der Velden zijn standpunt gewijzigd en gesteld dat de overeenkomst tot uitgifte van aandelen een ‘grote gelijkenis met de koopovereenkomst’ vertoont. Naar zijn mening is de wetgeving en jurisprudentie voor koopovereenkomsten in deze normerend.¹⁰ Ook volgens De Rooy koopt de lead manager – bij een overgenomen emissie – de nieuw uitgegeven aandelen van de uitgevende instelling.¹¹ Van der Pauw en Stevens gaan uit van een ‘aanbod tot aankoop’ van de belegger bij inschrijving op de aandelen.¹² Van Solinge en Nieuwe Weme spreken van de meerzijdige rechtshandeling van plaatsing, waarin een toetredings- of deelnemingsovereenkomst besloten ligt die door de daadwerkelijke uitgifte wordt uitgevoerd. Aan dit alles *behoeft* volgens hen geen rechtsgeldige titel ten grondslag te liggen.¹³ Dit laatste sluit mijns inziens niet uit dat een emissie van nieuwe aandelen met een verkooptitel gepaard zou *kunnen* gaan. Ik stel mij dan ook, in navolging van de meerderheid van voornoemde auteurs, op het standpunt dat in het kader van een kapitaalmarkttransactie de emissie van nieuwe aandelen – evenals de herplaatsing van bestaande aandelen – gepaard gaat met een overeenkomst van koop en verkoop.¹⁴ Toepasselijkheid van een duidelijk contractenrechtelijk kader in de vorm van het kooprecht is wenselijk. Zulks met name in verband met de non-conformiteitsregeling van art. 7:17 e.v. BW, die later aan de orde zal komen.¹⁵

9 Van der Velden 1997, p. 145-146.

10 Van der Velden 2003, p. 675.

11 De Rooy 2003, p. 97.

12 Van der Pauw & Stevens 1999, par. 3.

13 Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, p. 304.

14 Zeker wanneer partijen in de underwriting agreement spreken van *sale and purchase* van nieuw uit te geven aandelen strookt dit met de partijbedoeling. Wel moet worden opgemerkt dat het taalgebruik in underwriting agreements op dit specifieke punt varieert. Vaak wordt ook gesproken van *issue and allot*. Bovendien wordt de underwriting agreement in veel gevallen beheerst door Engels recht of het recht van de staat New York. Door dit alles zijn dwingende conclusies op basis van tekstueel onderzoek moeilijk te trekken.

15 Zie par. 16.7.

15.2.2 *Secundaire markttransactie*

De secundaire markttransactie behelst de verhandeling van effecten tussen beleggers onderling. In het geval van effecten die worden verhandeld op de effectenmarkt van Euronext Amsterdam zal deze transactie in de regel tot stand komen via de handelssystemen van de beurs en de systemen van LCH.Clearnet, de aan Euronext verbonden clearing instelling. De beleggers voor wier rekening de transactie wordt uitgevoerd en die dus *economisch* gezien de daadwerkelijke ‘stakeholders’ van de transactie zijn, blijven anoniem voor elkaar. De transactie wordt bewerkstelligd door de wederzijdse brokers, die handelen *voor rekening* van de beleggers en – op basis van volmacht – *in naam* van twee clearing members, die rekeningen aanhouden bij het clearing instituut. Aldus zijn de partijen die betrokken zijn bij de *juridische* transactie de beide clearing members van het betrokken clearing instituut, die elk een (eenzijdige) transactie aangaan met het instituut zelf. Door het clearing instituut wordt het tegenpartijrisico – i.e. het risico van niet-betaling en van niet-levering van de effecten – dat beleggers op elkaar lopen overgenomen. Een visuele weergave van een secundaire markttransactie via de systemen van Euronext Amsterdam en LCH.Clearnet geeft *Bijlage 4*.

Meer uitvoerig wordt deze handelssystematiek beschreven door Bierman en Struycken. Zij merken op, dat het twijfelachtig is of een transactie via de beurs-systemen een overeenkomst (als *meerzijdige* rechtshandeling) teweeg brengt. Veeleer lijkt sprake te zijn van *eenzijdige* rechtshandelingen in de vorm van koop- en verkooporders.¹⁶

In bijzondere gevallen worden beursgenoteerde effecten buiten de systemen van de effectenmarkt om verhandeld. Meestal gaat het dan om *block trades*, transacties met een dermate groot volume dat zij boven de *wholesale grens* uitkomen.¹⁷ In die gevallen valt de anonimiteit van de beurs weg en hebben partijen ‘één-op-één’ contact met elkaar. Er komt tussen hen een koop-/verkoopovereenkomst tot stand. Dit laatste is uiteraard ook het geval als het gaat om de verhandeling van niet-beursgenoteerde effecten.

15.3 **Precontractuele fase**

15.3.1 *Precontractuele fase - algemeen*

Bij transacties van enige omvang en complexiteit zal in de regel sprake zijn van een voorafgaande onderhandelingsfase. Deze wordt aangeduid als de precontractuele fase. De meest schematische voorstelling van de precontractuele fase is gebaseerd op de wettelijke bepalingen met betrekking tot aanbod en aanvaarding. Partij A doet een aanbod dat (mogelijk na een of meer afwijzingen en tegenaanbiedingen over en weer) door partij B wordt aanvaard. De werkelijkheid kan

16 Bierman & Struycken 2011, p. 58-63, die hiermee lijken te doelen op het feitelijk inbrengen van de order door de commissionair in het handelssysteem van de beurs. De schakel die daaraan voorafgaat, i.e. het plaatsen van de order door de belegger bij zijn commissionair, lijkt echter wel een overeenkomst (van lastgeving) te behelzen. In die zin Van Baalen 2006, p. 27. Ook Van Baalen geeft een beschrijving van de secundaire markttransactie via de systemen van Euronext, en wel op p. 9-21.

17 Van Baalen 2006, p. 10.

gecompliceerder zijn, vooral als het transacties met een samenstel van – vaak op complexe wijze met elkaar in verband staande – prestaties betreft. Naar aanleiding van besprekingen van partijen en hun adviseurs, waarin een ieder gelijktijdig inhoudelijke inbreng op verschillende punten levert, wordt een eerste concept overeenkomst opgesteld. Op basis daarvan wordt vervolgens in een of meer vervolgbesprekingen verder onderhandeld. Gaandeweg naderen partijen elkaar en wordt over de volle breedte wilsovereenstemming bereikt. Van een eenvoudig mechanisme van aanbod en aanvaarding kan in dergelijke gevallen niet worden gesproken. Wel blijft een feit dat partijen met elkaar in onderhandeling zijn. Het begrip ‘onderhandelingsfase’ moet ruim worden opgevat en omvat ook situaties waarin partijen op andere wijze betrokken zijn bij het voorbereiden van een tussen hen te sluiten overeenkomst.¹⁸

De onderhandelingsfase is wel gekwalificeerd als een *rechtsverhouding*, die meebrengt dat partijen hun gedrag moeten laten bepalen door de gerechtvaardigde belangen van de wederpartij.¹⁹ Over de term rechtsverhouding bestaat in de literatuur verschil van mening.²⁰ Schut spreekt van een feitelijke verhouding, die men hoogstens zou kunnen kwalificeren als een rechtsverhouding-in-wording.²¹ Hartkamp en Sieburgh willen van een rechtsverhouding spreken, wanneer ‘onderhandelingen tot het ontstaan van verbintenissen tussen partijen leiden’ of wanneer een partij verplicht is onderhandelingen voort te zetten.²² Wat er ook verder zij van deze terminologische discussie, het uitgangspunt dat partijen die feitelijk met elkaar in de voorbereidings-/ onderhandelingsfase van een transactie verkeren behoorlijk met elkaar moeten onderhandelen, is onbetwist. Behoorlijk onderhandelen impliceert rekening houden met elkaars gerechtvaardigde belangen. Een van de belangrijkste consequenties van dit uitgangspunt in een koop-/ verkooptransactie is, dat op de verkoper een mededelings- of spreekplicht rust en op de koper een vraag- of onderzoeksplicht ten aanzien van het object van de koop. Beiden hebben de verplichting ernaar te streven dat de transactie aan de verwachtingen van de koper voldoet en dat dwaling of andere wilsgebreken aan diens kant worden voorkomen. De mededelingsplicht van de verkoper en de onderzoeksplicht van de koper kunnen, in termen van Schut, gezien worden als ‘rechtsplichten van een bijzonder gehalte’ of als ‘gehoudenheden’, zonder dat sprake is van verbintenissen in eigenlijke zin. Pas in geval van schending van die plichten ontstaan rechtsgevolgen, zoals vernietigbaarheid wegens wilsgebreken of de verplichting tot schadevergoeding wegens onrechtmatige daad.²³ Nakoming kan niet worden gevorderd.

Een partij mag afgaan op de juistheid van de mededelingen van zijn wederpartij. In zijn algemeenheid gaat mededelingsplicht boven onderzoeksplicht.²⁴ Dit beginsel strekt ook tot bescherming van de onvoorzichtige wederpartij.²⁵ De vraag *in hoeverre* op een partij een mededelingsplicht rust en op zijn wederpartij

18 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nr. 189-192.

19 HR 15 november 1957, NJ 1958, 67 m.nt. L.E.H. Rutten (Baris/Riezenkamp)

20 Zie voor een overzicht Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nr. 192.

21 Schut 1987, p. 53-54.

22 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nr. 192.

23 Schut 1987, p. 59.

24 Tjittes 1994, p. 57.

25 Tekst & Commentaar Burgerlijk Wetboek, art. 6:228, aant. 2.a (W.L. Valk) met verwijzing naar HR 10 april 1998, NJ 1998, 666 m.nt. W.M. Kleijn (Offringa/Vinck).

een onderzoeksplicht, hangt in belangrijke mate af van de wederzijdse professionaliteit en deskundigheid van partijen. Doorgaans rust op de professionele partij uit hoofde van haar deskundigheid een mededelingsplicht ten behoeve van de particulier. Naar de mening van Tjittes moet de particulier zonder onderzoek kunnen afgaan op mededelingen en inlichtingen van een deskundige wederpartij.²⁶ In de verhouding tussen professionele partij en ondernemer neemt de mededelingsplicht van eerstgenoemde af naarmate de ondernemer deskundiger is. De op de ondernemer rustende onderzoeksplicht wordt dan zwaarder.²⁷

De precontractuele verhouding tussen partijen kan worden ingekleurd door de (bijzondere) zorgplicht die een professionele partij onder omstandigheden heeft jegens de ondeskundige (particuliere) belegger.²⁸ In dat geval is er geen sprake van een zuivere verkoop-/aanbiedingsrelatie, maar van een relatie waarvan vertrouwen van de cliënt op de professional en bescherming van het cliëntenbelang wezenlijke elementen zijn. Van een dergelijke verhouding is bijv. sprake bij (veelal meer complexe) financiële producten die belichaamd zijn in een (duur) overeenkomst tussen de professional en zijn cliënt, zoals een effectenleaseovereenkomst²⁹ of een renteswapovereenkomst.³⁰ De bijzondere zorgplicht omvat meerdere onderdelen, in het bijzonder (1) de verplichting om de cliënt te waarschuwen voor aan het product klevende risico's, (2) de verplichting om onderzoek te doen naar de inkomens- en vermogenspositie van de cliënt en (3) in sommige gevallen de verplichting om de cliënt te ontraden de overeenkomst aan te gaan. Normaal gesproken zal de relatie tussen enerzijds de uitgevende instelling of de lead manager en anderzijds de (particuliere) belegger in de kapitaalmarkt een zuivere aanbiedingsrelatie zijn. Deze relatie kan worden beschouwd als een principal-to-principal relatie die geen bijzondere zorgplicht impliceert, alleen al omdat wegens de anonimiteit van de relatie uit de aard der zaak geen individueel gerichte waarschuwingen mogelijk zijn.

Contractspartijen kunnen zich laten bijstaan door deskundigen. De vraag rijst dan, in welke gevallen en in welke mate de kennis en ervaring van de deskundige aan de contractspartij kan worden toegerekend. Op een ondernemer die zich laat bijstaan door een deskundige, zal in de regel een onderzoeksplicht rusten.³¹ De institutionele belegger, die in de voorbereidende fase van een emissie rechtstreeks met de uitgevende instelling en de lead manager communiceert, laat zich doorgaans niet door de deskundigen bijstaan. Hij beschikt zelf over de nodige

26 Tjittes 1994, p. 60 e.v. met verwijzing naar rechtspraak, waaronder enkele bekritiseerde uitspraken van de Hoge Raad waarin anders is beslist (i.e. onder omstandigheden toch een onderzoeksplicht van de particulier).

27 Tjittes 1994, p. 49-54 en 58 met verwijzing naar jurisprudentie.

28 Zie uitvoerig over precontractuele zorgplichten bij effectentransacties van Baalen 2006, hoofdstuk 4; Broekhuizen 2016, hoofdstuk 4.

29 Een bijzondere zorgplicht jegens particuliere cliënten werd aangenomen in de drie effectenlease arresten van de Hoge Raad: HR 5 juni 2009, NJ 2012, 182 m.nt. J.B.M. Vranken bij NJ 2012, 184; JOR 2009/199 m.nt. C.W.M. Lieverse (De Treek/Dexia); HR 5 juni 2009, NJ 2012, 183 m.nt. J.B.M. Vranken bij NJ 2012, 184; (Levob/Bolle); HR 5 juni 2009, NJ 2012, 184 m.nt. J.B.M. Vranken; JOR 2009/200 m.nt. C.W.M. Lieverse (Stichting Gedupeerden Spaarconstructie/Aegon).

30 Een algemene (niet-bijzondere) zorgplicht jegens een cliënt-ondernemer bij een renteswaptransactie werd aangenomen in Rb. Den Haag 14 januari 2015, JOR 2015/74 m.nt. E.L.A. van Emden (Rabobank Den Haag/A Holding c.s.). Daarna heeft het Hof Amsterdam in twee geruchtmakende renteswaparresten de belegger in het gelijk gesteld, niet zozeer via de band van de zorgplicht, maar door toewijzing van een beroep op dwaling met vernietiging van de renteswapovereenkomst. Zie Hof Amsterdam 15 september 2015, JOR 2015/334 m.nt. J.M. Atema en P.F. Hopman (X/ING Bank) en Hof Amsterdam 10 november 2015, JOR 2016/37 m.nt. B.T.M. van der Wiel en I.J.F. Wijnberg (X Vastgoed/ABN Amro Bank).

31 Tjittes 1994, p. 59.

kennis en expertise. Ten aanzien van de particuliere belegger is de situatie diffuus. Hij voert, anders dan de institutionele belegger, tijdens het emissieproces geen directe communicatie met de uitgevende instelling en de lead manager. De particuliere belegger – die via zijn commissionair inschrijft op een emissie – is voor de uitgevende instelling en de lead manager min of meer anoniem. Laatstgenoemden mogen er derhalve niet van uitgaan dat de particuliere belegger zich door deskundigen laat bijstaan. Daartoe is de particuliere belegger ook niet verplicht.³² Van toerekening aan de particuliere belegger van de kennis van eventueel door hem ingeschakelde deskundigen kan in een emissie dan ook geen sprake zijn. Mocht de particuliere belegger toch een deskundig beleggingsadviseur inschakelen alvorens in te schrijven op effecten in het kader van een emissie, dan ontstaat daardoor in beginsel geen verdergaande onderzoeksplicht aan zijn kant.³³

Overzien wij het in par. 15.2 geschetste contractuele speelveld van de primaire markttransactie, dan rijst de vraag bij welke van de daarin tot stand komende overeenkomsten sprake is van een voorbereidende of precontractuele (onderhandelings)fase. Wanneer dit het geval mocht blijken te zijn, zal dit een aantal van de in het voorgaande geschetste consequenties hebben voor de wijze waarop partijen elkaar over en weer dienen te bejegenen. Aan een en ander gaat de vraag vooraf hoe het ontwaren van een precontractuele fase zich verhoudt tot het collectieve karakter van de kapitaalmarkt.

15.3.2 *Precontractuele fase op de kapitaalmarkt?*

In de voorgaande paragraaf is uiteengezet dat partijen voorafgaand aan contractsluiting veelal met elkaar in onderhandeling zijn. In deze onderhandelings- of precontractuele fase komen zij tot elkaar in een rechtsverhouding te staan, welke hen verplicht rekening te houden met elkaars gerechtvaardigde belangen. In een koop-/verkooptransactie brengt dit voor de verkoper een mededelingsplicht en voor de koper een onderzoeksplicht met zich.

De dynamiek van de precontractuele fase berust op het uitgangspunt dat partijen elkaars identiteit kennen, informatie kunnen uitwisselen en dus ‘één-op-één’ met elkaar kunnen communiceren. Bij een emissie in een besloten setting zal al snel van een dergelijke vorm van communicatie sprake zijn. De vraag doet zich voor in hoeverre dit uitgangspunt verenigbaar is met de dynamiek van de openbare kapitaalmarkt, waarin de partijen bij een transactie veelal niet op de hoogte zijn van elkaars identiteit. Deelname aan de kapitaalmarkt vindt in het algemeen plaats op anonieme basis. Tussen het onderkennen van een precontractuele fase enerzijds en de anonimiteit van de kapitaalmarkt anderzijds bestaat een spanningsveld. Dit spanningsveld komt aan de orde naar aanleiding van een arrest van het Hof Den Haag uit 2004.³⁴

32 De particuliere belegger kan volstaan met het aangaan van een *execution only* relatie met een beleggingsonderneming, waarbij laatstgenoemde zich beperkt tot het uitvoeren van effectenorders van de belegger. Wenst de belegger van de in houdelijke expertise van de beleggingsonderneming gebruik te maken, dan kan hij opteren voor een adviesrelatie of voor vermogensbeheer. Zie voor de verschillende typen van effectendienstverlening in verband met beursgang Lieverse 2011, p. 489-504.

33 Vergelijk Tjittes 1994, p. 62.

34 Hof Den Haag 16 maart 2004, JOR 2004/197 m.nt. T.M. Stevens (Consolidated Finance/Orco).

Orco is beheerder van het eerder door haar opgerichte OAMF Rentefonds, waarvan de participaties genoteerd zijn aan de beurs. Nadat de participaties beneden intrinsieke waarde noteren, dringt de VEB aanvankelijk aan op liquidatie van het fonds. Uiteindelijk wordt overeengekomen dat Orco een openbaar bod op de participaties zal doen, aangezien dat voor de participatiehouders fiscaal gunstiger zal uitpakken dan liquidatie. Tevens zal het fonds aan Orco een afkoopsom van NLG 7,5 miljoen betalen wegens voortijdige beëindiging van de beheersovereenkomst. In het kader van het openbare bod brengt Orco een biedingsbericht uit. Consolidated Finance biedt haar participaties aan. Enige tijd later initieert Consolidated Finance een procedure tegen Orco, waarbij zij zich onder meer beroept op misleiding in het biedingsbericht ten aanzien van de juridische verschuldigheid en de hoogte van de afkoopsom.

In eerste instantie wijst de rechtbank de vordering af. Het Hof bekrachtigt het vonnis van de rechtbank. Van belang is, dat het Hof de vraag of Consolidated Finance misleidend, onjuist of onvolledig is geïnformeerd en daardoor van een onjuiste voorstelling van zaken is uitgegaan bij de aanvaarding van het bod, niet alleen beantwoordt aan de hand van het biedingsbericht maar ook aan de hand van mondelinge informatie die verstrekt is tijdens een vergadering van participanten van het fonds. Tijdens die vergadering, waarvan proces-verbaal is opge maakt, hebben participanten gebruik gemaakt van de gelegenheid om vragen te stellen. De juridische gehoudenheid tot betaling van de afkoopsom is echter niet expliciet aan de orde gesteld. Alle gestelde vragen zijn beantwoord en op de betreffende antwoorden is geen nadere toelichting gevraagd. Het Hof overweegt dan ook als volgt:³⁵

‘Nu niet gezegd kan worden dat de in het biedingsbericht verstrekte informatie misleidend, onjuist of onvolledig is ten aanzien van de juridische verplichting tot betaling van de afkoopsom en ter vergadering van 12 december 1995 geen misleidende of onjuiste informatie omtrent dit aspect is gegeven en daarop – door het uitblijven van verdere vragen – door Orco niet nader is ingegaan, dient onder de hiervoor geschatte omstandigheden een mogelijk bij Consolidated bestaande onjuiste voorstelling van zaken voor haar rekening te blijven.’

Het Hof kent met deze uitspraak gewicht toe zowel aan het biedingsbericht als publieke bron van informatie op de kapitaalmarkt als aan de informatie die buiten het biedingsbericht verstrekt is in de min of meer besloten setting van de participantenvergadering. JOR-annotator Stevens spreekt hierover in klare taal zijn afkeuring uit:³⁶

‘Als gezegd had het hof iets meer zelfwerkzaamheid van Consolidated verwacht. Consolidated had meer vragen moeten stellen en bovendien was haar directeur gezien zijn verleden op de hoogte van de ins en outs van dit fonds. Deze overwegingen miskennen het collectieve karakter van de rechtsverhouding die voortvloeit uit kapitaalmarkttransacties als openbare biedingen en emissies. De collectiviteit leidt tot een aantal kenmerkende verschillen in vergelijking met onderhandse één op één transacties. Het vraag- en antwoordspel van de onderzoeks- en mededelingsplichten dat de normale kooptransacties beheerst, wordt hier niet gespeeld. Alles komt aan op de juistheid en volledigheid van het aanbiedingsdocument, waarbij “het onvolledige of mis-

35 R.o 6.3.

36 Noot Stevens sub 3.

leidende karakter van het prospectus niet wordt weggenomen door de mogelijkheid vragen te stellen of nadere inlichtingen te verkrijgen” [met verwijzing naar o.m. HR 8 mei 1998, NJ 1998, 888 m.nt. J.M.M. Maeijer en D.W.F. Verkade; JOR 1998/110 m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol en C.J. Groffen (Boterenbrood c.s./MeesPierson)]. Voorts moet bij de interpretatie van dergelijke overeenkomsten het Haviltexcriterium wijken voor de norm die gebruikt wordt voor de uitleg van collectieve arbeidsovereenkomsten [met verwijzing naar o.m. HR 23 maart 2001, NJ 2003, 715 m.nt. F.M.J. Verstijlen; JOR 2001/116 m.nt. Th.A.L. Kliebisch onder JOR 2001/120 (DAF)]. Tenslotte wordt voor de misleidendheidstoets geabstraheerd van de daadwerkelijke kennis of verwachtingen van de individuele (procederende) belegger, maar is doorslaggevend de kennis die bij de gemiddelde belegger aanwezig is (HR Boterenbrood c.s./MeesPierson) of, zoals het heet in het reclamerecht, de “vermoedelijke verwachting van een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone consument” [met verwijzing naar HvJEG 16 juli 1998, C-210/96, NJ 2000, 374, m.nt. D.W.F. Verkade bij NJ 2000, 375 (Gut Springenheide)].’

Stevens maakt in zijn annotatie korte metten met het bestaan van een precontractuele fase tussen partijen op de kapitaalmarkt. Zijn betoog schiet daarmee te ver door. Met zijn opmerking dat bij kapitaalmarkttransacties ‘het vraag- en antwoordspel van onderzoeks- en mededelingsplichten’ niet wordt gespeeld, gaat Stevens voorbij aan de feiten. In de casus Consolidated/Orco toont de gang van zaken tijdens de participantenvergadering nu juist aan dat wel degelijk sprake kan zijn van vragen en informatievoorziening buiten het biedingsdocument om. Het totaalbeeld dat beleggers zich van de transactie vormen is in dat geval zowel op het biedingsdocument als op de daarbuiten (mondeling) verstrekte informatie gebaseerd. Door daarvan uit te gaan in de hierboven geciteerde rechtsoverweging, doet het Hof dan ook recht aan de feiten. Het Hof knoopt tot tweemaal toe aan bij het kenbaarheidsvereiste voor dwaling door te overwegen dat tijdens de participantenvergadering niet is gebleken resp. voor Orco kenbaar is geworden dat de betreffende informatie voor Consolidated van wezenlijke betekenis was resp. dat Consolidated daaraan belang hechtte.³⁷ Het aanknopen bij het dwalingsleerstuk duidt erop dat het hof op de communicatie tussen partijen voorafgaand aan de transactie de regels van de precontractuele fase inzake onderzoeks- en mededelingsplicht van toepassing acht. Dit acht ik juist, voor zover het betreft de beoordeling van een *contractuele* actie van beleggers, zoals op grond van wanprestatie of dwaling. Uit het Consolidated/Orco arrest maak ik op dat een contractuele actie in dat geval (mede) was ingesteld.³⁸

Een andere benadering is op zijn plaats voor zover de vordering van de beleggers is gegrond op *onrechtmatige daad*. Anders dan bij dwaling ligt in dat geval niet de vraag voor of de *individuele* belegger handelde met een onjuiste voorstelling van zaken. De kernvraag bij beoordeling van de OD-actie luidt of de aan beleggers verstrekte informatie misleidend is, waarbij als maatstaf geldt de vermoedelijke verwachting van de *gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplet-*

37 Zie r.o. 6.2 en 7.4. Dat voor een succesvol beroep op dwaling voor de wederpartij van de dwalende *kenbaar* moet zijn dat een bepaalde eigenschap voor de dwalende van beslissende betekenis is voor het wel of niet aangaan van de overeenkomst volgt uit art. 6:228 lid 1 sub (a), (b) en (c) BW.

38 Zie r.o. 8. Welke (contractuele) vorderingen precies zijn ingesteld wordt uit het arrest niet duidelijk. Het hof verwijst daarvoor in r.o. 3 naar het vonnis van de rechtbank, maar dit is voor zover mij bekend niet gepubliceerd.

tende gewone belegger tot wie de mededeling zich richt of die zij bereikt.³⁹ Het onvolledige of misleidende karakter van het prospectus kan niet worden weggenomen door de mogelijkheid vragen te stellen of nadere inlichtingen te verkrijgen.⁴⁰ Een en ander wordt ook door Stevens opgemerkt in zijn annotatie, maar hij beperkt deze kanttekeningen ten onrechte niet tot de door beleggers ingestelde OD-actie. Hetzelfde kan gezegd worden van het commentaar van Vletter-van Dort op dit arrest.⁴¹ Overigens trekt het hof zelf in de motivering van zijn arrest evenmin een scherpe scheiding tussen overeenkomst en onrechtmatige daad als basis voor de door beleggers ingestelde vorderingen.

Concluderend kan worden gesteld dat het voor de uitgevende instelling en de lead manager bij het communiceren over een openbare emissie van tweeën één is. *Ofwel* (A) zij richten zich uitsluitend met een prospectus tot het belegend publiek, dat voor hen anoniem blijft. *Ofwel* (B) zij kiezen ervoor om, naast het uitbrengen van een prospectus aan het belegend publiek, de primaire markttransactie uit de anonimiteit te trekken door zelf een – in de bewoordingen van Stevens – ‘vraag- en antwoordspel’ te initiëren met specifieke beleggers. Er ontstaan dan (extra) mededelings- en onderzoeksplichten. Dit is in feite wat er gebeurt tijdens de road show die gewoonlijk aan een openbare emissie vooraf gaat, waarin de uitgevende instelling en de lead manager ‘één-op-één’ met institutionele beleggers spreken. Bij de beoordeling van een actie van beleggers op grond van *onrechtmatige daad* wordt in *beide* gevallen de vraag of het prospectus misleidend is beantwoord aan de hand van de kennis van de maatman-belegger zoals deze door het Europese Hof is neergezet in het Gut Springenheide-arrest. Het prospectus richt zich immers in beide gevallen tot het belegend publiek in den brede. In situatie (B) kunnen gedane mededelingen buiten het prospectus meewegen bij het oordeel over de misleidendheid van het prospectus zelf.⁴²

Contractuele acties van beleggers, in het bijzonder die uit hoofde van dwaling, moeten in situatie (B) worden beoordeeld in het licht van het begrip dat de *individuele* belegger van de ‘total mix of information’, bestaande uit het prospectus en de daarbuiten verstrekte informatie, heeft.⁴³

15.3.3 *Uitgevende instelling/verkopende aandeelhouder(s) vs. lead manager: mandaatsbrief en underwriting agreement*

De uitgevende instelling en de verkopende aandeelhouders ondertekenen met de lead manager aan het begin van het transactieproces een mandaatsbrief, waarin de onderlinge (werk)relatie gedurende het proces en voorlopige overeenstem-

39 HR 27 november 2009, NJ 2014, 201 m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43 m.nt. K. Frielink (World Online), r.o. 4.10.3 in navolging van HvJEG 16 juli 1998, C-210/96, NJ 2000, 374, m.nt. D.W.F. Verkade bij NJ 2000, 375 (Gut Springenheide).

40 HR 8 mei 1998, NJ 1998, 888 m.nt. J.M.M. Maeijer en D.W.F. Verkade; JOR 1998/110 m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol en C.J. Groffen (Boterenbrood c.s./MeesPierson), r.o. 3.5; HR 30 mei 2008, NJ 2010, 622 m.nt. J.B.M. Vranken; JOR 2008/209 m.nt. B.J. de Jong (De Boer c.s./TMF Financial Services), r.o. 4.2.

41 Vletter-van Dort 2004, p. 60.

42 HR 27 november 2009, NJ 2014, 201 m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43 m.nt. K. Frielink (World Online), r.o. 4.13.3. E.e.a. voor zover er onder het regime van art. 5:20 lid 3 en 5:23 Wft (verplicht aanvullend prospectus) nog ruimte is voor mededelingen die niet alsnog deel van het prospectus gaan uitmaken. Zie par. 12.3, 12.4 en 12.5.

43 Een meer uitvoerige uitwerking van de dwalingsregeling volgt in par. 16.4.

ming op enkele hoofdpunten wordt vastgelegd.⁴⁴ Aan het eind van de transactie wordt volledige wilsovereenstemming bereikt bij ondertekening van een (schriftelijke) underwriting agreement, waarvan de inhoud al eerder in grote lijnen is geschetst.⁴⁵ In geval van een overgenomen emissie zal de underwriting agreement een kooptitel bevatten, in geval van een gegarandeerde emissie niet of hoogstens voorwaardelijk, voor het geval de lead manager de niet bij beleggers geplaatste effecten op grond van zijn contractuele afnameverplichting zelf moet afnemen. Bij een gegarandeerde emissie kan de underwriting agreement eerder worden gekwalificeerd als een overeenkomst van opdracht, waarbij de lead manager op zich neemt om beleggers aan te dragen die de aandelen zullen afnemen.⁴⁶

De underwriting agreement is een zeer uitvoerig en gedetailleerd document. Veelvuldig gebruik door grote marktpartijen heeft tot een aanzienlijke mate van standaardisatie geleid.⁴⁷ Een concept wordt doorgaans aangeleverd door de advocaat van de lead manager. Hoewel aan de uitgevende instelling en de verkopende aandeelhouders in het algemeen (zeer) weinig onderhandelingsruimte wordt gelaten, vinden binnen die smalle marge in de praktijk toch vrij uitvoerige onderhandelingen in meerdere rondes plaats op basis van het aangeleverde concept.

Uit het voorafgaande wordt duidelijk dat met betrekking tot de underwriting agreement sprake is van een precontractuele fase in de hierboven geschetste betekenis. Uitgevende instelling en verkopende aandeelhouders enerzijds en lead manager anderzijds zijn met elkaar in onderhandeling en hebben rekening te houden met elkaars gerechtvaardigde belangen. Er is sprake van mededelings- en onderzoeksplichten. Aan de mededelingsplicht van de uitgevende instelling en de verkopende aandeelhouders wordt gestalte gegeven in de vorm van een groot

44 Op de inhoud en duiding van de mandaatsbrief wordt uitgebreider ingegaan in par. 3.2.2.2.

45 Zie par. 3.2.2.7. De verschillende underwriting technieken, waarvan de keuze bepalend is voor de vraag of de underwriting agreement een kooptitel bevat, zijn uiteengezet in par. 3.2.2.3 sub e.

46 Overigens zal de rechtsverhouding tussen partijen bij alle emissievormen elementen van opdracht bevatten, in de zin dat de lead manager aan het begin van het transactieproces in de mandaatsbrief op zich neemt om de transactie te begeleiden en zich in te spannen om deze tot een goed einde te brengen.

47 Iedere investment bank/lead manager gebruikt zijn eigen standaard model, waarin per transactie de bijzonderheden worden verwerkt. Deze bijzonderheden betreffen met name de kernbedingen (hoeveelheid te plaatsen effecten; uitgifte-/verkoopprijs; commissie). De overige bedingen (waaronder de garantieverklaringen van de uitgevende instelling en de verkopende aandeelhouders, *conditions precedent*, beëindigingsbepalingen, forum- en rechtskeuze) tracht de bank zo veel mogelijk ongewijzigd in iedere underwriting agreement op te nemen. Het is dan ook bepaald niet uitgesloten dat deze overige bepalingen, die tekstueel het overgrote deel van de overeenkomst vormen, als algemene voorwaarden in de zin van art. 6:231 sub a BW moeten worden gekwalificeerd. Dat doet de vraag rijzen of sommige van die bepalingen jegens de uitgevende instelling en/of de verkopende aandeelhouders als onredelijk bezwarend in de zin van art. 6:233 sub a BW kunnen worden aangemerkt. De kans dat dit zo is, kan door de lead manager worden beperkt door een 'reële opstelling' in de onderhandelingen (zie Tekst & Commentaar Burgerlijk Wetboek, art. 6:233, aant. 2 (Valk) over de wijze van totstandkoming van de overeenkomst als in aanmerking te nemen omstandigheid bij toepassing van art. 6:233 sub a BW). Mocht een beding toch als onredelijk bezwarend kunnen worden aangemerkt, dan staat voor de uitgevende instelling en/of de verkopende aandeelhouders mogelijk een beroep op vernietiging open. Het inhoudelijk beoordelen van de afzonderlijke bepalingen van de underwriting agreement in het licht van art. 6:233 sub a BW voert in dit kader te ver. Maar ook zonder die inhoudelijke beoordeling geldt, dat vernietiging in de praktijk vrijwel nooit aan de orde zal zijn. Tegenover buitenlandse investment banks is vernietiging hoe dan ook uitgesloten, omdat de regeling van algemene voorwaarden in dat geval toepassing mist uit hoofde van art. 6:247 lid 2 BW. Buitenlandse uitgevende instellingen genieten op grond van dezelfde bepaling geen bescherming onder de regeling. Resteert de categorie transacties tussen Nederlandse partijen. Daarvoor geldt, dat een beroep op vernietiging in de meeste gevallen zal afstuiten op art. 6:235 lid 1 en 2 BW (uitgevende instelling is een rechtspersoon die een jaarrekening heeft gepubliceerd of die tenminste 50 werknemers heeft, waarbij onduidelijk is of de werknemers van groepsmaatschappijen moeten worden meegeteld). Een (te ruime) mogelijkheid tot vernietiging van bepalingen van de underwriting agreement zou onzekerheid op de kapitaalmarkt kunnen creëren over de *exposure* die partijen op een afgeronde transactie lopen en is daarom onwenselijk.

aantal garantieverklaringen (*representations and warranties*) in de underwriting agreement.⁴⁸ Een verantwoordelijk handelend lead manager zal in dat stadium al voor een belangrijk deel aan zijn informatie-/onderzoeksplicht hebben voldaan in het kader van het door hem en zijn adviseurs verrichte due diligence onderzoek.⁴⁹ De informatie die hij naar aanleiding daarvan heeft ontvangen, kan worden gezien als het voldoen aan de mededelingsplicht door de uitgevende instelling (*disclosure*). Indien nodig zal de lead manager bij het uitonderhandelen van de *representations and warranties* in de underwriting agreement aanvullende vragen moeten stellen en aanvullend onderzoek moeten doen. Vooral wanneer de uitgevende instelling weigert bepaalde feitelijkheden te garanderen, zullen bij de lead manager de nodige rode lampjes moeten gaan branden. Er is bij een emissie op de kapitaalmarkt in beginsel geen reden waarom de uitgevende instelling zelf niet voor haar *volledige* feitelijke toestand per prospectusdatum zou instaan.

Een fundamentele garantie die doorgaans door de uitgevende instelling – en, indien daartoe in de onderhandelingen ‘gedwongen’ ook door de verkopende aandeelhouders – wordt gegeven betreft de juistheid en volledigheid van de in het prospectus opgenomen informatie en de conformiteit daarvan aan de vereisten van de Prospectusverordening. Daarmee wordt door de lead manager beoogd het volledige prospectus, dat op zijn beurt uit een veelheid van mededelingen bestaat, in de garantieverklaringen van de underwriting agreement te incorporeren. De kern van deze garantie luidt in grote lijnen als volgt:

‘On the Prospectus Date the prospectus will contain all information which is (in the context of the Offering) material and all information which is reasonably required for investors to make an informed assessment of the Company and the Shares. The Prospectus will not include an untrue statement of a material fact or omit to state a material fact necessary to make the statements therein not misleading.’

Men kan zichzelf de vraag stellen of de portée van deze garantie, waarmee de uitgevende instelling in feite instaat voor de vervulling van haar mededelingsplicht, zou kunnen worden ingeperkt door de onderzoeksplicht van de lead manager. In deze zin heeft de Hoge Raad zich in het kader van een onderhandse bedrijfsovername over de rechtsverhouding tussen koper en verkoper uitgesproken in het Hoog Catharijne-arrest. In dat arrest werd geoordeeld dat aan de garantie (‘ervoor instaan’) dat volledige informatie is verstrekt niet steeds eenzelfde, vast bepaalde betekenis toekomt in de zin dat de degene die instaat daarmee aansprakelijkheid aanvaardt. Ook garanties behoeven uitleg aan de hand van de zin die partijen er in de gegeven omstandigheden aan mogen toekennen en het-

48 De verkopende aandeelhouders zullen in de regel trachten zo weinig mogelijk garantieverklaringen af te geven met betrekking tot de uitgevende instelling. Als zij ‘aandeelhouder op afstand’ zijn, is hun kennis van de onderneming onvolledig. Zij zullen zich daarom willen beperken tot controleerbare zaken, zoals hun eigen bevoegdheid tot verkoop en de onbezwaarde eigendom van de door hen te verkopen effecten. De lead manager zal juist trachten het volledige pakket garanties dat de uitgevende instelling geeft, ook van de verkopende aandeelhouders te krijgen. Aansprakelijkheid van de verkopende aandeelhouders is voor hem een zeer wezenlijke uitbreiding van zijn verhaalsmogelijkheden, ook omdat het aanspreken van de uitgevende instelling zelf onder de underwriting agreement hoe dan ook bezwaarlijk is vs. beleggers (het eerder genoemde ‘sigaar-uit-eigen-doo-effect’, zie par. 3.2.2.7, noot 49). Meestal trekt de lead manager aan het langste eind. In geval een of meer verkopende aandeelhouders topholdings van grote concerns zijn die regelmatig deelnemingen als ‘*spin-off*’ via de beurs desinvesteren en dus meer business aan de lead manager hebben te vergeven, kunnen de krachtsverhoudingen kantelen.

49 Zie par. 3.2.2.5.

geen zij van elkaar mogen verwachten. In casu mocht de verkoper van de koper, die door een deskundig team werd bijgestaan, verwachten dat deze na ontvangst van een uitgebreid informatiepakket zou dóórvragen als hij behoefte zou hebben aan aanvullende gegevens. Ook de omstandigheid dat de verkoper niet wist dat de koper bepaalde gegevens niet kende en hoe belangrijk deze voor hem zouden zijn, was een argument om geen aansprakelijkheid onder de garantie aan te nemen.⁵⁰

Zou men naar analogie van deze overwegingen kunnen betogen dat onder omstandigheden (1) ook in een emissie op de kapitaalmarkt de mededelingsplicht van de uitgevende instelling zijn begrenzing vindt in de onderzoeksplicht van de lead manager en (2) het *niet* verstrekken van bepaalde informatie door de uitgevende instelling, *niet* wetende dat deze bij de lead manager onbekend is en welk gewicht laatstgenoemde aan die informatie zou toekennen, *geen* inbreuk op bovengenoemde garantie in de underwriting agreement oplevert? Het antwoord op deze beide vragen dient naar mijn mening ontkennend te luiden. Waar de verkoper in het kader van een onderhandse overname de kennis en deskundigheid van de koper in aanmerking mag nemen bij het afbakenen van zijn eigen mededelingsplicht, moet aan de uitgevende instelling in een kapitaalmarkttransactie deze ruimte niet worden gelaten ten opzichte van de lead manager. Weliswaar is de lead manager bij uitstek deskundig en is hij gehouden zodanig onderzoek te verrichten als van een redelijk handelende en redelijk bekwame lead manager mag worden verwacht,⁵¹ dat neemt niet weg dat van de uitgevende instelling mag worden verwacht dat zij volledige openheid van zaken geeft. Zowel de transparantie-/mededelingsplicht van de uitgevende instelling als de onderzoeksplicht van de lead manager vloeit voort uit de betrokkenheid van het belegend publiek op de achtergrond. Anders dan de koper in een onderhandse overname, handelt de lead manager niet alleen ten behoeve van zichzelf, maar ook ten behoeve van beleggers.⁵² (Particuliere) beleggers hebben zelf niet de gelegenheid gericht onderzoek te doen. Zij zijn daarom gebaat bij adequaat onderzoek door de lead manager en *volledige* transparantie van de uitgevende instelling. De uitgevende instelling moet zich, met de algemene disclosurenorm van art. 5:13 lid 1 Wft in het achterhoofd, verplaatsen in de positie van de (particuliere) belegger, bij wie in beginsel geen kennis of deskundigheid aanwezig mag worden verondersteld. Dat betekent dat zodanige informatie aan de lead manager ter verwerking in het prospectus moet worden verstrekt als nodig is voor het vormen van een ‘verantwoord oordeel’ door de belegger in de zin van art. 5:13 lid 1 Wft. Van zijn kant heeft de lead manager de corresponderende plicht om de uitgevende instelling *volledig* door te lichten, zonder erop te vertrouwen dat bepaalde informatie hem wel zal bereiken op basis van de mededelingsplicht van de uitgevende instelling. Dit doorlichten dient ook het doel van verificatie van het *volledige* prospectus.⁵³ Vice versa wordt dus ook de onderzoeksplicht niet begrensd door de mededelingsplicht. Waar mededelings- en onderzoeksplicht in een onderhandse overna-

50 HR 22 december 1995, NJ 1996, 300 (Hoog Catharijne), r.o. 3.5.1 en 3.5.2.

51 Zie par. 9.6.

52 In die zin eveneens Raaijmakers 2002, p. 19, waar hij het due diligence onderzoek in een onderhandse overname vergelijkt met dat in een kapitaalmarkttransactie. Hij stelt vast dat sprake is van een ‘geheel andere context’.

53 Blom 1996, p. 132, is van mening dat het due diligence onderzoek minder diepgaand hoeft te zijn op uitgevende instellingen met een goede reputatie, al dan niet uitgedrukt in een credit rating. Sinds de aanvang van de kredietcrisis in 2008 is een dergelijke leidraad naar mijn mening niet langer verdedigbaar.

me elkaar kunnen begrenzen, zoals door de Hoge Raad is uitgemaakt in het Hoog Catharijne-arrest, zouden zij elkaar in een kapitaalmarkttransactie moeten overlappen. Daar geldt het adagium: ‘dubbel gestikt houdt beter’.

Heeft de precontractuele fase, behalve het ontstaan van mededelings- en onderzoeksplichten, nog andere consequenties voor de onderlinge bejegening van de uitgevende instelling en de lead manager? Het nastreven van bepaalde doeleinden ten aanzien van de inhoud van de underwriting agreement kan op gespannen voet staan met het beginsel dat rekening moet worden gehouden met de gerechtvaardigde belangen van de wederpartij.⁵⁴ Zo is goed verdedigbaar dat de wens van de uitgevende instelling om een beperking (*cap*) in tijd en geld op te nemen van haar aansprakelijkheid onder de garantieverklaringen strijdig is met de redelijkheid en billijkheid. In onderhandse bedrijfsovernames is het opnemen van een dergelijke beperking in de overnameovereenkomst gebruikelijk. In een kapitaalmarkttransactie geldt ook op dit punt, dat de betrokkenheid van het beleggend publiek op de achtergrond een andere context creëert. De lead manager kan immers, indien bepaalde prospectusinformatie achteraf misleidend blijkt te zijn, tot de datum van verjaring voor de volledige schade door beleggers worden aangesproken. Het is redelijk dat de underwriting agreement hem een juridische basis biedt om voor het volle bedrag daarvan verhaal te nemen op de uitgevende instelling.⁵⁵

In de onderhandelingen over de underwriting agreement en op andere onderhandelings- en beslismomenten in kapitaalmarkttransacties pleegt de lead manager zich in de praktijk met grote regelmaat op geldende *market practices* te beroepen.⁵⁶ Juridisch kan dit worden geduid als een beroep op een gebruik of gewoonte. Daarvan kan worden gesproken, wanneer in een bepaalde kring en met betrekking tot een bepaald soort overeenkomsten, een bepaalde gedragslijn algemeen en bij herhaling wordt gevolgd en op de naleving daarvan wordt gerekend. Allen die behoren tot de kring waarin een gewoonte geldt, zijn aan die gewoonte onderworpen.⁵⁷ De gewoonte geldt als aanvullende bron van contractuele verbintenissen en kan als zodanig mede bepalend zijn voor de inhoud van een

54 In die zin Schut, die betoogt dat ook in strict zakelijke verhoudingen het objectieve recht van partijen mag verlangen dat zij fair (onder)handelen en rekening houden met de gerechtvaardigde belangen van de andere partij en zich die belangen aantrekken als daarvoor reden is. Het recht om voor het eigen belang op te komen vindt daarin een zekere begrenzing. Zie Schut 1987, p. 53-54.

55 Ervan uitgaande dat de uitgevende instelling uiteindelijk draagplichtig behoort te zijn. Of de lead manager in voorkomend geval gebruik zal maken van deze verhaalsmogelijkheid dan wel om reputationele redenen daarvan zal afzien, is een andere vraag.

56 De geldende *market practices* en het beleid ten aanzien van de concrete toepassing daarvan in de praktijk is door veel (Anglosaksische) investment banks vastgelegd in interne *manuals*. Daarvan mag veelal slechts worden afgeweken na verkregen toestemming van de *General Counsel* of een ander hooggeplaatst lid van de juridische afdeling. Dit is niet erg bevorderlijk voor de flexibiliteit die onderhandelingen soms vereisen.

57 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nr. 382.

overeenkomst.⁵⁸ In de context van een emissie op de kapitaalmarkt kan worden gedacht aan de gewoonte dat de uitgevende instelling (1) zich presenteert aan institutionele beleggers tijdens de road show; (2) schriftelijke richtlijnen aan haar werknemers uitvaardigt terzake van externe publiciteit; (3) op bepaalde momenten in het proces op instigatie van de lead manager bekendmakingen doet in de vorm van persberichten en advertenties. Behoort de uitgevende instelling tot de ‘kring’ waarbinnen dergelijke *mores* van de kapitaalmarkt gelden? Ik zou menen dat dit niet zonder meer voor iedere uitgevende instelling het geval is. Een uitgevende instelling die geruime tijd geleden een beursintroductie heeft ‘doorstaan’ en met regelmaat emissies doet⁵⁹ kan worden gerekend tot de kring waarbinnen de gewoonte geldt.⁶⁰ Voor een nieuwkomer op de kapitaalmarkt kan dit anders liggen. De nieuwkomer zal zich onder omstandigheden in zijn verhouding tot de lead manager minder aan *market practices* gelegen hoeven te laten liggen.⁶¹ Wanneer een bepaalde gewoonte in de onderhandelingsfase uitdrukkelijk of stilzwijgend⁶² door partijen is geëcarteerd, moet worden aangenomen dat deze niet langer als aanvullende bron van contractuele verbintenissen kan gelden. Dat zou strijdig zijn met de bedoeling van partijen.

Het feit dat onderhandelende partijen in de precontractuele fase elkaars gerechtvaardigde belangen in aanmerking moeten nemen, kan met zich brengen dat de onderhandelingen niet op ieder gewenst moment mogen worden afgebroken.⁶³ In veel onderhandelingsituaties is dit de hoofdregel. Op dit punt gelden voor kapitaalmarkttransacties afwijkende gebruiken. De omstandigheden waaronder een emissie voor de uitgevende instelling financieel-economisch zinvol is om door te zetten luisteren zeer nauw. Bij een reeds genoteerde uitgevende instelling is de beurskoers ten tijde van een vervolgemissie cruciaal. Het door de lead manager te verrichten due diligence onderzoek kan negatieve verrassingen opleveren, die het prospectus vervuilen. De acquisitie ter financiering waarvan de emissie zou dienen kan geen doorgang vinden. De stemming op de financiële markten en daarmee de appetijt van beleggers kan omslaan. Tijdens het transactieproces kan blijken, dat de laatste (tussentijdse) financiële cijfers van de uitgevende instelling tegenvallen. Dergelijke omstandigheden kunnen ieder op zich een goede reden vormen om de transactie geen doorgang te laten vinden. De uitgevende instelling en de lead manager zijn zich hiervan van meet af aan bewust. Vaak zal

58 Art. 6:248 lid 1 BW. In dit geval wordt in het bijzonder bedoeld op de mandaatsbrief. Deze wordt aan het begin van het transactieproces ondertekend en regelt op enkele hoofdpunten de (werk)relatie lopende het proces tussen enerzijds de uitgevende instelling en de verkopende aandeelhouders en anderzijds de lead manager. Veel onderwerpen, waarover op dat moment nog geen (volledige) wilsovereenstemming bestaat, zijn nog niet in de mandaatsbrief voorzien. De mandaatsbrief heeft trekken van de voorlopige of voorbereidende overeenkomst (zoals getypeerd door Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nr. 94 sub b) en kan naar mijn mening door de gewoonte worden aangevuld. Intussen bevinden partijen zich nog steeds in de precontractuele fase, i.e. de periode vóór het bereiken van volledige wilsovereenstemming, zoals deze uiteindelijk zal worden vastgelegd in de onderwriting agreement. In een internationale setting bestaat de mogelijkheid dat art. 6:248 BW op grond van de verwijzingsregels van het internationaal privaatrecht met betrekking tot de precontractuele fase buiten toepassing blijft.

59 In Anglosaksisch jargon: een *frequent issuer*.

60 Overigens is ook dan niet geheel duidelijk wanneer zij tot deze kring toetreedt. Het enkele sluiten van een contract hoeft daarvoor niet voldoende te zijn. Een en ander zal naar omstandigheden moeten worden beoordeeld. Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nr. 383.

61 Verdedigbaar is, dat ook de nieuwkomer van meet af aan tot de kring behoort, indien hij wordt bijgestaan door professionele adviseurs die met de *mores* van de kring bekend zijn. Dit veronderstelt echter wel, dat adviseurs hun cliënt te allen tijde aan de leiband hebben, hetgeen (ook – of wellicht juist – in het geval van een onervaren partij) niet het geval hoeft te zijn.

62 Beide is mogelijk, zie Tekst & Commentaar Burgerlijk Wetboek, art. 6:248, aant. 3.c (W.L. Valk).

63 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nr. 193.

dan ook in de mandaatsbrief die aan het begin van de transactieproces wordt ondertekend al bepaald zijn dat de transactie door elke partij om haar moverende redenen kan worden afgebroken. Noch de uitgevende instelling noch de lead manager wil in de situatie komen te verkeren, dat hij gedwongen wordt het proces tegen wil en dank voort te zetten. Voor de lead manager geldt een reputatoneel risico dat hem bij volgende transacties kan opbreken. Voor beide partijen geldt het risico van een mislukte transactie, mogelijk gevolgd door claims van teleurgestelde beleggers. Het leerstuk van afgebroken onderhandelingen speelt dan ook in de voorbereidingsfase van een kapitaalmarkttransactie geen prominente rol. Wel wordt in de mandaatsbrief vaak overeengekomen, dat (een deel van) de kosten van de lead manager worden vergoed in geval de transactie voortijdig wordt afgebroken.

15.3.4 *Lead manager vs. particuliere belegger*

De lead manager plaatst de effecten bij beleggers. In het geval van een *overgenomen* emissie zal hij dit op eigen naam en voor eigen rekening doen op basis van koop, aangezien hij de effecten op zijn beurt van de uitgevende instelling en de verkopende aandeelhouders heeft gekocht. Er is dan sprake van doorverkoop door de lead manager aan beleggers. Bij een *gegarandeerde* emissie trekt de lead manager beleggers aan, die rechtstreeks effecten verwerven van de uitgevende instelling en/of de verkopende aandeelhouders. Het streven is om de lead manager geen contractuele relatie met de beleggers te laten aangaan. Daarvoor is nodig, dat de lead manager (op basis van volmacht) op naam en voor rekening van de uitgevende instelling en de aandeelhouders handelt, hetgeen kenbaar moet zijn voor beleggers.⁶⁴ In het prospectus moet worden beschreven welke onderwriting techniek wordt gehanteerd en wat de juridische positie van de uitgevende instelling en de lead manager daarbij is.⁶⁵

De particuliere belegger treedt op als uiteindelijke koper van de effecten. Hij doet dit niet rechtstreeks, maar door tussenkomst van een commissionair. Dit is doorgaans de bank waarbij hij een effectenrekening aanhoudt. De commissionair handelt op eigen naam en voor rekening van de particuliere belegger, een en ander op basis van lastgeving ex art. 7:414 BW. Omdat de commissionair op eigen naam handelt, wordt hij – en niet de particuliere belegger zelf – partij bij de koopovereenkomst. Mogelijke contractuele vorderingen zullen door de commissionair voor de particuliere belegger moeten worden ingesteld.⁶⁶

Met het voorgaande spoort ook de wijze waarop de particuliere belegger deelneemt aan het boekbuildingproces. Hij krijgt niet de gelegenheid om zelf met de lead manager in contact te treden en een individuele inschrijving te doen. Hij moet dat doen via zijn commissionair, die een verzamelorder inlegt voor al zijn klanten. Deze verzamelorder wordt in de literatuur wel gezien als het doen van een aanbod tot koop, waaraan een uitnodiging tot het doen van een aanbod is

64 Zie voor e.e.a. Van der Pauw & Stevens 1999, par. 4 waar zij enkele omstandigheden opsommen die vóór resp. tegen kenbaarheid pleiten.

65 Dit volgt uit de Prospectusverordening, Bijlage III sub 5.4 'plaatsing en overneming' dat verplicht tot opname in het (aandelen)prospectus van gegevens m.b.t. alle plaatsingsarrangementen en de daarbij betrokken partijen.

66 Zie par. 15.2.1.

voorafgegaan in de vorm van het uitgebrachte prospectus.⁶⁷ De uiteindelijke toewijzing van effecten door de lead manager in overleg met de uitgevende instelling geldt als aanvaarding van het aanbod en het moment waarop wilsovereenstemming totstandkomt.

In het geval van de particuliere belegger kan derhalve niet worden gesproken van een daadwerkelijke onderhandelingsfase. Onderhandelingen van de particuliere belegger of zijn commissionair met de lead manager of de uitgevende instelling over de inhoud van de te sluiten koopovereenkomst vinden normaal gesproken niet plaats. De particuliere belegger plaatst een order bij zijn commissionair, die door deze wordt geconsolideerd in een verzamelorder. De verzamelorder wordt door commissionair zonder verder commentaar doorgegeven aan de lead manager. In het boekbuildingproces is ten aanzien van de particuliere belegger het basisschema van de precontractuele fase, bestaande uit (uitnodiging tot) aanbod en aanvaarding in zijn meest rudimentaire vorm van toepassing. Is er in dit proces nog enige rol weggelegd voor de precontractuele redelijkheid en de billijkheid in de zin dat partijen over en weer rekening dienen te houden met elkaars gerechtvaardigde belangen? Gedacht zou nog kunnen worden aan een mogelijke gehoudenheid van de lead manager om bij het toewijzen van de effecten aan de beleggers die hebben ingeschreven de belangen van alle inschrijvers in aanmerking te nemen, bijvoorbeeld door uit te gaan van het gelijkheidsbeginsel. Een dergelijke gehoudenheid zou te ver gaan, omdat frictie zou ontstaan met het beginsel van contractsvrijheid. Een ieder is in beginsel vrij om een overeenkomst wel of niet aan te gaan, en ook om te bepalen met wie hij wil contracteren.⁶⁸ Dat geldt ook voor de uitgevende instelling en de lead manager in hun relatie met beleggers in het boekbuildingproces.

Juist omdat de particuliere belegger niet met de lead manager en de uitgevende instelling kan communiceren in het kader van het inschrijvingsproces, is de juistheid en volledigheid van het prospectus voor hem van eminent belang. In een openbare emissie is het prospectus zijn enige informatiebron.⁶⁹

15.3.5 *Lead manager vs. gekwalificeerde belegger*

Afzonderlijke aandacht verdient de verhouding tussen de lead manager en de gekwalificeerde belegger. Aan verkoperszijde is er geen verschil met de situatie zoals hierboven sub b geschetst ten aanzien van de particuliere belegger. Ook hier moet worden onderscheiden tussen de overgenomen en de gegarandeerde emissie. In het eerste geval verkoopt de lead manager op eigen naam en voor eigen rekening; in het tweede geval handelt hij voor rekening van de uitgevende instelling en de verkopende aandeelhouders en veelal ook (op basis van volmacht) op hun naam, mits dit kenbaar is voor beleggers.

Aan koperszijde is sprake van een geheel andere situatie. De gekwalificeerde belegger wordt in het boekbuildingproces in de gelegenheid gesteld om zelf

67 Zie voor de verschillende meningen in de literatuur over de kwalificatie van het prospectus als aanbod dan wel als uitnodiging tot het doen van een aanbod par. 5.5.1.2 en par. 15.5.

68 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nr. 41.

69 Tenzij de uitgevende instelling of de lead manager buiten het prospectus om met hem in contact treedt en extra informatie verschaft, zoals het geval was bij het biedingsbericht in Hof Den Haag 16 maart 2004, JOR 2004/197 m.nt. T.M. Stevens (Consolidated Finance/Orco), zie par. 15.3.2.

rechtstreeks individuele inschrijvingen op effecten te doen.⁷⁰ Hij kan meerdere maatwerk-inschrijvingen doen voor verschillende hoeveelheden effecten met een daaraan gekoppelde, variërende prijs per effect. Voldoende inschrijvingen van gekwalificeerde beleggers zijn voor de lead manager en de uitgevende instelling van groot belang voor het slagen van het boekbuildingproces. Daarom worden in de pre-marketing fase en de road show de nodige inspanningen verricht om gekwalificeerde beleggers aan boord te krijgen. Er worden (vaak separate) bijeenkomsten met verschillende beleggers gehouden, waarbij op basis van het inmiddels uitgebrachte prospectus presentaties worden gegeven en toelichting wordt verstrekt.⁷¹ Gedachtewisseling vindt plaats over (de voorlopige bandbreedte van) de waardering die de lead manager aan de uitgevende instelling heeft toegekend en de daaruit resulterende emissieprijs van de effecten. De feedback die de lead manager in die bijeenkomsten krijgt kan gewicht hebben voor de uiteindelijke prijsbepaling.

Verdedigbaar is dat de contacten die plaatsvinden tussen de lead manager en gekwalificeerde beleggers tijdens de pre-marketing periode en de road show – bij elkaar genomen meerdere weken – moeten worden gezien als een onderhandelingsfase voorafgaand aan contractsluiting. In dat geval wordt de verhouding tussen partijen beheerst door de redelijkheid en billijkheid, die meebrengt dat zij elkaars gerechtvaardigde belangen in aanmerking dienen te nemen. Evenals in het geval van de particuliere belegger, zou ik menen dat ook hier geen verplichting tot contracteren kan ontstaan voor de lead manager. Deze dient de vrijheid om aan de ene gekwalificeerde belegger wel en aan de andere geen effecten toe te wijzen, ten volle te behouden. Ook hier prevaleert de contractsvrijheid.⁷²

Interessanter is de vraag in hoeverre de redelijkheid en billijkheid van de precontractuele fase gevolgen heeft voor wederzijdse mededelings- en onderzoeksplichten. In beginsel is door de lead manager en de uitgevende instelling aan de mededelingsplicht voldaan door het uitbrengen van het prospectus. Dat behoort alle essentiële informatie te bevatten. Mag van gekwalificeerde beleggers in het kader van een mogelijke onderzoeksplicht worden verwacht dat zij tijdens bijeenkomsten met de uitgevende instelling en de lead manager in het kader van de road show mogelijke onduidelijkheden of onvolledigheden in het prospectus aan de orde stellen? Ik zou menen dat op dit punt aan gekwalificeerde beleggers zekere eisen mogen worden gesteld. Aangenomen mag worden dat de gekwalificeerde belegger het prospectus heeft gelezen, hetzij voorafgaand aan de bijeenkomst met de lead manager en uitgevende instelling hetzij – in geval deze bijeenkomst aan het begin van de road show plaatsvindt – achteraf. Mogelijke

70 Natuurlijk kan hij dit doen via een vermogensbeheerder, maar deze is op zijn beurt ook een gekwalificeerde belegger die op eigen naam (en voor rekening van de achterliggende partij) handelt en rechtstreeks inschrijvingen mag doen. Door tussenkomst van een vermogensbeheerder wordt laatstgenoemde contractspartij, maar de aard van de rechtsverhouding met de lead manager dan wel de uitgevende instelling blijft ongewijzigd. Wel zullen mogelijke contractuele vorderingen door de vermogensbeheerder ten behoeve van zijn klant, de gekwalificeerde belegger, moeten worden ingesteld.

71 Schriftelijke documentatie daarbij wordt aangeduid als *road show materials*. Deze worden vaak aan het eind van de bijeenkomst weer ingenomen, omdat het onwenselijk wordt geacht dat er naast het prospectus andere schriftelijke informatie in omloop is. Overigens mag deze documentatie niet afwijken van het prospectus (art. 5:20 lid 2 Wft). Wanneer 'essentiële informatie' wordt verstrekt die niet in het prospectus staat, moet alsnog een aanvullend prospectus worden uitgebracht (art. 5:20 lid 3 jo. art. 5:23 Wft). Voor de complicaties die dat kan opleveren wordt verwezen naar par. 3.2.2.8 en Franx 2005.

72 Zie hierboven noot 68.

verstopte onduidelijkheden of onvolledigheden, omdat deze alleen aan de oppervlakte kunnen komen door uitvoerige analyse of omdat zij pas achteraf blijken door nieuws over de uitgevende instelling dat later naar buiten komt, kan de gekwalificeerde belegger er niet meteen uithalen. Voor de meer *evidente* inconsistenties en onduidelijkheden, die besloten kunnen liggen in een enkele paragraaf of zinsnede, ligt dit naar mijn mening anders. Van de gekwalificeerde belegger mag een zekere alertheid worden verwacht, die ertoe kan leiden dat hij in de precontractuele fase vragen stelt aan de lead manager en de uitgevende instelling, zeker als hij hiertoe alle gelegenheid krijgt.⁷³ Laat hij dit na, dan zou dit onder omstandigheden kunnen leiden tot een eigen schuld verweer van de uitgevende instelling en de lead manager (voor het geval de belegger zou ageren op grond van toerekenbare tekortkoming of onrechtmatige daad)⁷⁴ dan wel tot het verweer van onverschoonbaarheid⁷⁵ (voor het geval geageerd wordt op grond van dwaling).

Vergelijken wij de positie van de gekwalificeerde belegger tijdens een road show presentatie met die van de professionele veilingkoper. Van beiden wordt gevraagd af te gaan op een document bij de opstelling waarvan zij niet betrokken zijn geweest (de belegger op het prospectus; de veilingkoper op de veilingvoorwaarden). Ten aanzien van de veilingkoper die werd geconfronteerd met een onduidelijk beding in de veilingvoorwaarden heeft de Hoge Raad in een arrest uit 2007 als volgt overwogen:

‘Enerzijds mag de koper op een veiling als deze voor de vaststelling van de betekenis van het beding aan de bewoordingen van het beding, gelezen in het licht van de gehele inhoud van de veilingvoorwaarden, in beginsel doorslaggevend gewicht toekennen. Anderzijds kunnen de concrete omstandigheden van het geval, waaronder met name de inhoud van de veilingvoorwaarden, meebrengen dat van degeen die voornemens is aan de veiling als koper deel te nemen, kan worden gevergd dat hij zich door onderzoek nader op de hoogte stelt van de betekenis die naar de bedoeling van de opstellers ervan aan het beding moet worden toegekend, bij gebreke waarvan hij die bedoeling, ook als die van de bewoordingen van het beding afwijkt, tegen zich moet laten gelden. Zodanige omstandigheden kunnen zijn: onduidelijkheden in de tekst van het beding en vragen die het beding reeds bij eerste lezing aangaande de achterliggende bedoeling van de opstellers ervan oproept, mede in aanmerking genomen de bezwarendheid van het beding voor de verkrijger van de te veilen zaak. In verband hiermee kunnen de kennis, ervaring en deskundigheid van de aspirant-veilingkoper een rol spelen bij het antwoord op de vraag wat van hem ter-

73 In dit verband noem ik het World Online-prospectus. De CEO van de uitgevende instelling verkocht enkele maanden voor de ipo een deel van haar belang aan derden. De verkoopprijs stond niet in het prospectus, dat slechts sprak in termen van ‘transferred’. Het weglaten van de verkoopprijs is door de Hoge Raad uiteindelijk misleidend geoordeeld. Zonder te weten of gekwalificeerde beleggers tijdens road show bijeenkomsten opheldering op dit punt hebben gevraagd, is verdedigbaar dat dit in het kader van hun precontractuele onderzoeksplicht op hun weg had gelegen. Temeer omdat al voor en tijdens de road show in interviews met de CEO de aandacht op dit punt was gevestigd. Het voorgaande dient slechts ter illustratie van hetgeen in de voorbereidende fase van de transactie van de *gekwalficeerde* belegger mag worden verwacht en staat geheel los van de procedures die door *particuliere* beleggers in de World Online-affaire zijn gevoerd.

74 Een eigen schuld kan in beide gevallen worden gevoerd. Een specifieke toepassing in contractuele verhoudingen is gelegen in het eigen schuld verweer bij schending van een onderzoeksplicht door de contractuele wederpartij. Zie Keirse & Jongeneel 2013, nrs. 19 en 34 met verwijzing naar jurisprudentie.

75 In termen van art. 6:228 lid 2 BW: het verweer dat de dwaling ‘in verband met de omstandigheden van het geval voor rekening van de dwalende behoort te blijven’. Het verzaken van een onderzoeksplicht door de dwalende kan zo’n omstandigheid opleveren, hoewel de rechtspraak tot nu toe afhoudend is. Zie Tekst & Commentaar Burgerlijk Wetboek, art. 6:228, aant. 4.b (W.L. Valk).

zake mag worden verwacht. Een andere omstandigheid kan zijn dat het beding is opgenomen ten behoeve van iemand die bij de executie geen partij is en dus in zoverre ten opzichte van de veilingkoper als derde moet worden beschouwd.⁷⁶

Bepaald niet ondenkbaar is, dat een dergelijke overweging bij gelegenheid eveneens zou gelden voor de gekwalificeerde belegger die instapt op basis van een prospectus dat (kennelijke) onduidelijkheden bevat en die voldoende gelegenheid heeft gehad dit bij de opstellers van het prospectus aan te kaarten. Voor de goede orde: de mogelijkheid voor de belegger om vragen te stellen maakt de misleidendheid van het prospectus niet ongedaan.⁷⁷ Dat neemt niet weg dat het verzaken van een onderzoeksplicht door de gekwalificeerde belegger (a) een beroep op dwaling in de weg kan staan⁷⁸ en (b) zich bij acties uit wanprestatie en onrechtmatige daad kan vertalen in een eigen schuld verweer.⁷⁹

15.4 Prospectus als precontractuele mededeling

Het prospectus bevat door de uitgevende instelling en/of de lead manager gedane mededelingen in de precontractuele fase. Veel van de mededelingen in het prospectus zijn in hoge mate bepalend voor hetgeen beleggers redelijkerwijs mogen verwachten ten aanzien van de feitelijke toestand van de uitgevende instelling en de waarde van de effecten. Daarmee zijn zij tevens bepalend voor de inhoud van de koopovereenkomst met beleggers in de primaire markt. Voor de conformiteit van het geleverde goed zijn immers de redelijke verwachtingen van de koper, mede gelet op de aard van de zaak en de mededelingen die de verkoper daarover heeft gedaan, bepalend.⁸⁰

Gaan *alle* mededelingen in het prospectus deel uitmaken van de koopovereenkomst, in de zin dat de belegger zijn gerechtvaardigde verwachtingen erdoor mag laten bepalen? Dit zou het geval zijn indien het *volledige* prospectus deel zou uitmaken van aanbod en aanvaarding. Ziet men het prospectus, los van aanbod en aanvaarding, zuiver als *informatie* die de uitgevende instelling en/of de lead manager geven in het kader van hun precontractuele mededelingsplicht, dan verdient opmerking dat dergelijke mededelingen in de literatuur in drie verschillende categorieën worden verdeeld: 1. blote mededelingen die onvoldoende gewicht hebben om tot contractsinhoud te worden, zoals aanprijzingen in algemene bewoordingen, meningsuitingen en mededelingen waarin twijfel doorklinkt; 2.

76 HR 2 februari 2007, NJ 2008, 104 m.nt. C.E. du Perron (NBA Management/Stichting Meerhuysen), r.o. 3.5.1.

77 HR 8 mei 1998, NJ 1998, 888 m.nt. J.M.M. Maeijer en D.W.F. Verkade; JOR 1998/110 m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol en C.J. Groffen (Boterenbrood c.s./MeesPierson), r.o. 3.5.

78 Verdedigbaar is dat in dat geval de dwaling, gelet op de verkeersopvattingen en de omstandigheden van het geval, ex art. 6:228 lid 2 BW voor rekening van de dwalende belegger behoort te blijven.

79 Verdedigbaar is dat in dat geval de schade mede een gevolg is van een omstandigheid die aan de benadeelde belegger kan worden toegerekend. Zie art. 6:101 lid 1 BW dat zowel voor wanprestatie als onrechtmatige daad geldt. Vergelijk HR 30 mei 2008, NJ 2010, 622 m.nt. J.B.M. Vranken; JOR 2008/209 m.nt. B.J. de Jong (De Boer c.s./TMF Financial Services) r.o. 3.3.5 en 4.6 waar de Hoge Raad een door het Hof toegepaste vermindering van de schadevergoedingsplicht met 50% wegens eigen schuld, gelegen in verzaking door ervaren beleggers van hun onderzoeksplicht, sauveert.

80 Art. 7:17 lid 2 BW, dat op grond van de schakelbepaling van art. 7:47 BW eveneens van toepassing is op vermogensrechten, voor zover dit in overeenstemming is met de aard van het recht. Dit lijkt bij effecten wel het geval te zijn.

serieuze inlichtingen; 3. toezeggingen en garanties.⁸¹ Over de vraag of de twee laatste categorieën deel gaan uitmaken van de contractsinhoud bestaat in de literatuur verschil van mening. Hijma beantwoordt de vraag bevestigend en doet geen poging om tussen beide categorieën een grens te trekken.⁸² Volgens Bollen maakt alleen de laatste categorie deel uit van de contractsinhoud. Uit de door Bollen gegeven voorbeelden uit de jurisprudentie blijkt, dat hij onder de tweede categorie voornamelijk mededelingen die een prognose inhouden of anderszins betrekking hebben op de toekomst, begrijpt. Mededelingen die betrekking hebben op feiten en omstandigheden uit het heden bergen volgens Bollen al snel een garantie-element in zich.⁸³ Geprojecteerd op het prospectus, zou in de benadering van zowel Hijma als Bollen prospectusinformatie – waarin zoals al eerder werd vastgesteld ieder element van overdrijving doorgaans ontbreekt, waardoor zij niet als ‘blote’ maar als ‘serieuze mededelingen’ moeten worden beschouwd – die betrekking heeft op feiten en omstandigheden uit het heden deel gaan uitmaken van de koopovereenkomst met de belegger in de primaire markt. De voornaamste categorieën prospectusinformatie die hier buiten vallen zijn mededelingen met betrekking tot de toekomst (*forward looking statements*) zoals prognoses, mogelijke marktontwikkelingen, mogelijke uitwerking van de gevolgde strategie en mededelingen waarbij een duidelijk voorbehoud wordt gemaakt (‘twijfel doorklinkt’) zoals inschattingen van de processuele positie van de uitgevende instelling in een aanhangige procedure. De feiten en uitgangspunten in het heden waarop mededelingen over de toekomst zijn gebaseerd, moeten wel correct zijn en vormen een garantie-element dat deel uitmaakt van het contract.⁸⁴

Wanneer wij spreken over mededelingen die de inhoud van de overeenkomst mede bepalen, wordt bedoeld op de wederzijdse mededelingen van partijen bij de overeenkomst. In dat verband rijst de vraag van wie de mededelingen in het prospectus eigenlijk afkomstig zijn: van de uitgevende instelling, van de lead manager of wellicht van beiden? De tekst van het prospectus zelf is er zoveel mogelijk op gericht om het als een mededeling afkomstig van de uitgevende instelling in te kleden. De uitgevende instelling verklaart zich verantwoordelijk voor de inhoud; veel prospectussen zijn vanuit de positie van de uitgevende instelling in de eerste persoon meervoud opgesteld. Daar staat tegenover dat de namen van de lead manager en de overige managers op het voorblad van het prospectus worden vermeld. In de jurisprudentie is aangenomen dat de lead manager inhoud en inkleiding van het prospectus mede bepaalt. Op basis van het voorgaande zou ik menen dat het prospectus mededelingen bevat, die zowel van de uitgevende instelling als van de lead manager afkomstig zijn en dus de contractuele verhoudingen van beiden met beleggers kunnen beïnvloeden.⁸⁵

81 Asser/Hijma 7-I* 2013, nr. 338; Bollen 2004, p. 419 e.v.

82 Asser/Hijma 7-I* 2013, nr. 340.

83 Zie voor het voorgaande Bollen 2004, p. 422.

84 Bollen 2004, p. 422.

85 Dit strookt met de in de literatuur breed gedragen visie dat zowel de uitgevende instelling als de lead manager ‘openbaarmaker’ respectievelijk ‘verrichter van een handelspraktijk’ in de zin van art. 6:193a/194 BW is. Zie daarover par. 13.6.1.

15.5 Prospectus als onderdeel van aanbod en aanvaarding

In de vorige paragraaf is vastgesteld dat prospectusmededelingen met een garantië karakter als precontractuele mededelingen de verwachting van de belegger bepalen en aldus deel gaan uitmaken van de koopovereenkomst met de belegger in de primaire markt.

Daarnaast is denkbaar dat het *volledige* prospectus geacht moet worden deel uit te maken van aanbod en aanvaarding en langs die weg de koopovereenkomst invult. Het prospectus is in die opvatting een (uitnodiging tot het doen van een) aanbod.⁸⁶ De opvatting dat het prospectus een aanbod in de zin van art. 6:217 BW behelst komt mij voor als onjuist. De belegger kan immers door in te schrijven de wilsovereenstemming niet compleet maken. Daarvoor is nog een handeling van de uitgevende instelling dan wel de lead manager nodig, te weten het aanvaarden van de inschrijving door aan de belegger een bepaald aantal effecten voor een bepaalde prijs toe te wijzen. Kwalificatie van het prospectus als uitnodiging tot het doen van een aanbod tot koop zou dan ook mijn voorkeur hebben.

De vraag is in hoeverre het verschil tussen beide opvattingen van belang is. Naar de mening van Van der Velden dient men aan het verschil vanuit aansprakelijkheidsperspectief niet te veel belang te hechten, omdat in beide gevallen het prospectus de informatiebron is waarvan eventuele onjuistheden voor rekening horen te komen van degene die het aanbod of de uitnodiging daartoe doet.⁸⁷ Sprekende over aansprakelijkheid uit onrechtmatige daad is deze opmerking gegrond. Maar wanneer men wil onderzoeken of beleggers in de primaire markt mogelijk ook contractuele aanspraken hebben, rijst de vraag of in de variant waarin ervan wordt uitgegaan dat het prospectus een uitnodiging tot het doen van een aanbod is, gevolgd door een aanbod tot koop van de belegger in de vorm van een inschrijving op effecten, laatstgenoemd aanbod het *volledige* prospectus beoogt te incorporeren. Dit zal naar mijn mening op zijn minst moeten blijken uit een verklaring die de belegger bij inschrijving aflegt, neergelegd in een inschrijfformulier of andersoortige inschrijfprocedure. Het *volledig* incorporeren van het prospectus in de contractuele verhouding heeft immers belangrijke gevolgen voor de positie van de belegger in de primaire markt. Het zou betekenen dat door middel van het prospectus ook *verplichtingen* aan de belegger (in de primaire markt) kunnen worden opgelegd. Het prospectus vormt dan immers in zijn geheel een weergave van de wilsovereenstemming van partijen. Belangrijke verplichtingen waaraan in dit kader kan worden gedacht zijn forum- en rechtskeuze alsmede een exoneratiebeding waarmee de lead manager zijn aansprakelijkheid voor misleidende mededelingen uitsluit.

15.6 Uitleg en aanvulling van het prospectus als contract

Gaat men ervan uit dat het prospectus de contractuele relatie tussen enerzijds de uitgevende instelling of de lead manager en anderzijds de belegger invult, dan

⁸⁶ Zie voor de verschillende meningen in de literatuur over de kwalificatie van het prospectus als aanbod dan wel als uitnodiging tot het doen van een aanbod par. 5.5.1.2.

⁸⁷ Van der Velden 2003, p. 690.

neemt men op de koop toe dat het prospectus kan leiden tot vragen van contractsuitleg. Dit zal met name het geval zijn, wanneer twijfel bestaat over de betekenis van een bepaalde passage in het prospectus.

Is sprake van een onderhandse overeenkomst, waarbij partijen voorafgaand aan contractsluiting in een één-op-één situatie met elkaar onderhandelen over de inhoud van de overeenkomst, dan kan niet worden volstaan met een zuiver taal-kundige uitleg. In dergelijke gevallen geldt de Haviltex-maatstaf, op grond waarvan de inhoud van de overeenkomst bepaald moet worden aan de hand van de zin die partijen in de gegeven omstandigheden over en weer redelijkerwijs aan de betreffende clausules mochten toekennen en hetgeen zij te dien aanzien redelijkerwijs van elkaar mochten verwachten.⁸⁸

Bij het opstellen van een prospectus is sprake van een geheel andere situatie. De uitgevende instelling en de lead manager, bijgestaan door experts, bepalen de inhoud ervan. De belegger heeft daarop in het geheel geen invloed, hoewel hij in de primaire markttransactie wel contractspartij wordt. Naarmate een overeenkomst meer bestemd is om de rechtspositie te beïnvloeden van een potentieel groot aantal toekomstige partijen die niet bij de totstandkoming zijn betrokken, neemt het belang van een objectieve maatstaf voor uitleg toe. Het subjectieve Haviltex-criterium wordt naar de achtergrond verdrongen. Het belang van de letterlijke bewoordingen, gelezen in het licht van de gehele tekst, wordt van doorslaggevend betekenis. In die zin heeft de Hoge Raad in de jaren 1990-2000 een aantal arresten gewezen over de uitleg van bepalingen in CAO's. Gesproken wordt dan ook van de CAO-maatstaf.⁸⁹ De CAO-maatstaf is door de Hoge Raad eveneens toegepast ter bepaling van de rechtspositie van de obligatiehouders van DAF onder een – integraal in het prospectus opgenomen – trustakte, bij de totstandkoming waarvan zij niet betrokken zijn geweest. De Hoge Raad overweegt als volgt:⁹⁰

‘Bij de beoordeling van de door het middel aangevoerde klachten moet het volgende worden vooropgesteld. Het gaat hier om de uitleg van een beding, opgenomen in de trustakte van een door DAF uitgeschreven obligatielening, waarbij ter beurze verhandelbare obligaties aan toonder werden uitgegeven. Bij de totstandkoming van de trustakte waren betrokken DAF en NTM. Degenen die na inschrijving en toewijzing obligaties hebben verkregen, zijn daardoor toegetreden tot overeenkomsten van geldlening met DAF als debiteur en de obligatiehouders als crediteuren. De inhoud van deze overeenkomsten werd volledig bepaald door de trustakte, bij de totstandkoming waarvan de obligatiehouders in het geheel niet betrokken waren. Onder deze omstandigheden moet worden aangenomen dat met het oog op de te dezen vereiste duidelijkheid de rechten en verplichtingen van partijen bij de overeenkomsten van geldlening uit de trustakte

88 HR 13 maart 1981, NJ 1981, 635 (Haviltex)

89 Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nrs. 372-374 met verwijzingen naar de genoemde CAO-jurisprudentie. Recentelijk lijkt de CAO-maatstaf enigszins te zijn gerelativeerd in HR 25 november 2016, NJ 2017, 114 m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai (FNV/Condor Constructions (Ossfloor)), waar bij de uitleg van een sociaal plan de nadruk is gelegd op de vloeiende overgang tussen de CAO-norm en de Haviltex-norm en de partijbedoeling is meegewogen. Annotator Tjong Tjin Tai geeft als verklaring dat het arrest geen betrekking heeft op een “echt” CAO-geval, maar veeleer op een meerpartijenovereenkomst waarbij de betreffende werknemers vertegenwoordigd waren bij de onderhandelingen en welke niet (in de toekomst) van invloed zou zijn op de rechtspositie van een onbepaalde groep derden. De setting van een openbare emissie, waarin het prospectus wel degelijk de rechtspositie van een onbepaalde groep derden/beleggers beïnvloedt, is m.i. – in de terminologie van Tjong Tjin Tai – wél een “echt” CAO-geval.

90 HR 23 maart 2001, NJ 2003, 715 m.nt. F.M.J. Verstijlen, JOR 2001/116 m.nt. Th.A.L. Kliebisch onder JOR 2001/120 (DAF), r.o. 3.4.

moeten blijken en dat voor de uitleg van het beding de bewoordingen waarin het is verrat, gelezen in het licht van de gehele tekst van de akte en mede gelet op de aard en strekking van de overeenkomsten, in beginsel van doorslaggevende betekenis zijn, zodat geen plaats is voor een maatstaf die, kort gezegd, berust op hetgeen partijen gelet op de omstandigheden van het geval over en weer van elkaar mochten begrijpen.⁹

Beschouwt men prospectusmededelingen als de invulling van een overeenkomst met een potentieel groot aantal beleggers in de primaire markt, dan lijkt uitleg aan de hand van deze CAO-maatstaf aangewezen waar het betreft de rechtsverhouding met de particuliere maatman-belegger in een openbare emissie. Met hem vindt geen individueel contact en dus geen informatie-uitwisseling buiten het prospectus plaats. Hij heeft geen gelegenheid zich nader te informeren. De bedoeling van de uitgevende instelling en de lead manager, die voor deze belegger niet kenbaar is, dient in beginsel niet mee te wegen. Objectieve aanknopingspunten, waaronder in de eerste plaats de taalkundige betekenis van de gebruikte bewoordingen, geven de doorslag. In combinatie met de maatstaf die het Europese Hof heeft geformuleerd in het Gut Springenheide-arrest dient uitleg van het prospectus plaats te vinden aan de hand van de betekenis die de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger aan de letterlijke bewoordingen, gelezen in het licht van de gehele tekst van het prospectus, mag toekennen. De beoordelingsmaatstaf van Gut Springenheide is aldus goed te combineren met de CAO-maatstaf.

Ten aanzien van de professionele belegger, die ervaren en deskundig is en doorgaans wel de gelegenheid heeft zich in besloten setting op specifieke punten nader te laten informeren, zou ik met het oog op het genoemde arrest van de Hoge Raad inzake NBA Management/Stichting Meerhuysen⁹¹ een meer genuanceerde benadering willen bepleiten. Enerzijds mag ook hij het nodige gewicht toekennen aan de letterlijke bewoordingen, gelezen in het licht van het gehele prospectus. Anderzijds kan van hem onder omstandigheden worden gevergd dat hij zich door onderzoek nader op de hoogte stelt van de betekenis die volgens de bedoeling van de opstellers van het prospectus aan een passage moet worden toegekend. Het Haviltex-criterium blijft in dat geval doorklinken.

Naast vragen van uitleg van in het prospectus opgenomen informatie, kan ook sprake zijn van omissies. In dat geval doet zich de vraag voor of de inhoud van het prospectus, als belichaming van een contractuele relatie, kan worden aangevuld met een beroep art. 6:248 lid 1 BW. Deze bepaling opent de mogelijkheid om contractuele regelingen aan te vullen aan de hand van wet, gewoonte of redelijkheid en billijkheid. Kan mogelijke onvolledigheid van het prospectus in de contractuele relatie met beleggers in de primaire markt worden geheeld door toepassing van art. 6:248 lid 1 BW? Hoewel deze bepaling niet door partijen buiten toepassing kan worden verklaard,⁹² zou aanvulling van het prospectus botsen met het wettelijke systeem zoals neergelegd in art. 5:13 lid 1 Wft en de Prospectusverordening. Deze dwingendrechtelijke regeling is er immers op gericht dat het prospectus alle informatie bevat die van belang is voor het vormen van

91 HR 2 februari 2007, NJ 2008, 104 m.nt. C.E. du Perron (NBA Management/Stichting Meerhuysen). Zie ook par. 15.3.5 i.v.m. onderzoeksplicht van de professionele belegger.

92 Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nr. 380.

een verantwoord oordeel door de belegger. Er wordt gestreefd naar een zekere mate van volledigheid. In prospectusplichtige emissies waarop art. 5:13 Wft van toepassing is sluit het wettelijke systeem aanvulling van het prospectus mijns inziens uit. Een andere zienswijze zou erop neerkomen dat handelen in strijd met art. 5:13 Wft onder omstandigheden contractenrechtelijk geen repercussies zou hebben voor de uitgevende instelling en de lead manager. Voor alle typen van emissies geldt, dat aanvulling van het prospectus op basis van art. 6:248 lid 1 BW zich slecht verhoudt met de CAO-maatstaf. Het toekennen van doorslaggevend gewicht aan de letterlijke bewoordingen van het prospectus impliceert immers dat ook gewicht dient te worden toegekend aan het feit dat bepaalde informatie *niet* is opgenomen.

15.7 Constructies met derdenbeding

Bij het analyseren van de contractuele relaties tussen de diverse partijen die bij een emissie zijn betrokken verdient ook het derdenbeding van art. 6:253 BW aandacht. Het contractuele speelveld overziende komen vier mogelijke varianten van dit beding in beeld. Daarvan beogen de eerste twee het creëren van exonerationen terzake van mogelijk misleidende mededelingen in het prospectus. De laatste twee beogen de belegger – naast zijn mogelijke vordering uit hoofde van onrechtmatige daad – tevens een contractuele basis te verschaffen om de uitgevende instelling respectievelijk de accountant aan te spreken.

15.7.1 *Derdenbeding ter exoneration van de lead manager vs. beleggers*

De relatie tussen de lead manager en de beleggers in de primaire markt is in geval van een overgenomen emissie contractueel van aard. De lead manager verkoopt dan immers de effecten, die hij heeft verworven van de uitgevende instelling, door aan beleggers. Deze contractuele relatie biedt in beginsel een basis voor de lead manager om zich jegens beleggers in de primaire markt te exonereren voor onvolledigheden of onjuistheden in het prospectus.

In geval van een gegarandeerde emissie worden de effecten door beleggers in de primaire markt rechtstreeks verworven van de uitgevende instelling en de verkopende aandeelhouders. In dat geval is er geen contractuele relatie tussen beleggers en de lead manager. Beleggers in de secundaire markt hebben hoe dan ook geen contractuele relatie met de lead manager. Er lijkt in die beide situaties dus geen mogelijkheid tot contractuele inbedding van een exoneration voorhanden te zijn. De vraag rijst, of een derdenbeding soelaas kan bieden. De gedachte is, dat een andere partij de exoneration ten behoeve van de lead manager bedingt. Dat moet dan wel een partij zijn die met beleggers contracteert in het kader van de transactie. Winter voert in dit kader de uitgevende instelling ten tonele. Hij suggereert aan een dergelijk derdenbeding gestalte te geven ‘in de overeenkomst die tot stand komt tussen de uitgevende instelling en de belegger’.⁹³ Dit is een simplificatie van de werkelijkheid, aangezien (i) de contractuele relatie van de uitge-

93 Winter 1996, p. 30.

vende instelling met beleggers doorgaans niet in een document wordt vastgelegd en (ii) bij een gegarandeerde emissie de uitgevende instelling geen rechtstreekse contractuele relatie heeft met *particuliere* beleggers, maar met *commissionairs*.⁹⁴ Winters suggestie dient te worden gezien in het kader van de bestaande inschrijfprocedure. Bij het innemen door *commissionairs* van de inschrijvingen van *particuliere* beleggers zou een exoneratie ten behoeve van de lead manager kunnen worden bedongen. Deze exoneratie kwalificeert als derdenbeding in de zin van art. 6:253 BW en kan door de lead manager – mogelijk, zoals Winter voorstelt, in het prospectus – worden aanvaard. Voorts zou de lead manager zich rechtstreeks tegenover *commissionairs* en *gekwalificeerde* beleggers kunnen exonereren bij het innemen van hun (verzamel)inschrijvingen. Betrokkenheid van de uitgevende instelling bij het voorgaande lijkt niet noodzakelijk. Wel is de medewerking van *commissionairs* vereist.

Een vervolgvraag is, in hoeverre het mogelijk is een met beleggers in de primaire markt overeengekomen exoneratie te laten werken tegen beleggers die de effecten via de systemen van de beurs verwerven in de secundaire markt. Met deze beleggers wordt immers door de uitgevende instelling en de lead manager in het geheel niet gecontracteerd, zodat rechtstreekse exoneratie geen optie is. Aangezien partijen bij een beurstransactie anoniem blijven voor elkaar, lijkt het evenmin mogelijk te zijn beleggers in de secundaire markt via hun rechtsvoorgangers te binden door middel van een kettingbeding.⁹⁵

Als het al mogelijk zou zijn om een effectieve exoneratie van de lead manager versus beleggers in de primaire markt te construeren, dan lijkt een verschil in verhaalsmogelijkheden te ontstaan tussen beleggers in de primaire en in de secundaire markt. Beleggers in de secundaire markt zouden beter af zijn. Dit kan bezwaarlijk zijn, onder meer omdat het deelname aan de primaire markttransactie niet stimuleert.

15.7.2 *Derdenbeding ter exoneratie van ondergeschikten van de lead manager vs. de u.i.*

In de underwriting agreement zal de lead manager zich doorgaans tegenover de uitgevende instelling exonereren voor alle verliezen en nadeel die laatstgenoemde mogelijk zal leiden in verband met de transactie. De lead manager pleegt een dergelijke exoneratie niet uitsluitend ten behoeve van zichzelf, maar ook ten behoeve van haar groepsvennootschappen, bestuurders, werknemers en opdracht-nemers te bedingen. Ook hier is sprake van een derdenbeding. Omdat zij na aanvaarding van dit derdenbeding al contractueel beschermd zijn, komt een beroep van ondergeschikten op art. 6:257 BW niet meer aan de orde.

15.7.3 *Derdenbeding t.b.v. contractuele vordering van beleggers tegen de u.i.*

Een derde wijze waarop zich het derdenbeding – wellicht geheel ongewenst – in het contractuele speelveld van de emissie zou kunnen manifesteren, houdt ver-

94 Zie par. 15.2.1.

95 Zoals gesuggereerd door Blom 1996, p. 209.

band met de garanties die de uitgevende instelling aan de lead manager geeft in de underwriting agreement. Deze garanties worden weliswaar gegeven aan de lead manager, maar goed verdedigbaar is, dat daarbij de belangen van derden, te weten beleggers, worden meegenomen. De handelwijze van de lead manager tijdens de gehele transactie wordt gedicteerd door de belangen van beleggers. Zij zijn het immers, die na geslaagde plaatsing het financiële risico van de emissie op zich nemen. Zij hebben er belang bij dat het prospectus juist en volledig is en dat de uitgevende instelling als uiteindelijk verantwoordelijke partij bereid is daarop garanties te geven. Wanneer beleggers als derde partij zouden kunnen toetreden tot de underwriting agreement voor zover het de daarin opgenomen garantieverklaringen van de uitgevende instelling betreft, zouden zij in geval van misleiding de uitgevende instelling behalve op basis van onrechtmatige daad ook kunnen aanspreken op basis van toerekenbare tekortkoming.

In dit verband is het arrest van de Hoge Raad uit 2004 inzake de Middelburgse taxicentrale van belang.⁹⁶ Daarin is uitgemaakt dat de vraag of sprake is van een derdenbeding moet worden beoordeeld met inachtneming van alle omstandigheden van het concrete geval, gewaardeerd naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid. Niet vereist is dat partijen expliciet in het derdenbeding hebben voorzien. Het beding kan derhalve ook tot stand komen zonder dat partijen zich er over hebben uitgelaten en zonder dat zij het bewust hebben beoogd.

Gegeven de aard van de door uitgevende instelling in de underwriting agreement aan de lead manager gegeven garanties en het belang van beleggers daarbij, kan niet op voorhand worden uitgesloten dat sprake is van een derdenbeding ten behoeve van beleggers (zowel in de primaire als in de secundaire markt). Mochten uitgevende instelling en lead manager dit ongewenst vinden, dan dan doen zij er goed aan de totstandkoming van enig derdenbeding in de underwriting agreement expliciet uit te sluiten. Veel underwriting agreements voorzien dan ook in een dergelijke uitsluiting, die vaak in algemene bewoordingen – dus niet alleen ten aanzien van de garanties – is gesteld, bijv. als volgt:

‘Parties in interest. This Agreement is made solely for the benefit of the several Underwriters and the Company, and any director, officer or controlling person referred to in section (...) hereof, and their respective successors and assigns, and no other person shall acquire or have any right under or by virtue of this Agreement. The term “successors” or “successors and assigns” as used in this Agreement shall not include any purchaser (...) from any of the Underwriters of any of the Shares.’

15.8 Exoneratie en disclaimers in het prospectus

15.8.1 *De discussie in de literatuur n.a.v. Coop*

In de nasleep van het Coop-arrest van de Hoge Raad is in de literatuur een heftige discussie ontbrand over de mogelijkheden voor de lead manager om zijn aansprakelijkheid voor misleidende mededelingen in het prospectus te beperken of zelfs uit te sluiten. Het betreft in het bijzonder de financiële informatie in het

96 HR 1 oktober 2004, NJ 2005, 499 m.nt. C.E. du Perron (Middelburgse taxicentrale).

prospectus die afkomstig is van de uitgevende instelling en onderzocht is door de accountant. In de Coop-procedure werd door ABN AMRO Bank gesteld dat zij van deze informatie niet de inhoud en inkleiding (mede) heeft bepaald in de zin van (de voorloper van) art. 6:195 BW, zodat de bewijslastomkering waarin deze bepaling voorziet achterwege dient te blijven. Deze stelling is door de Hoge Raad verworpen met de volgende overweging:

‘Zoals naar voren komt (...), kan degene die een door hem samengestelde tekst heeft openbaar gemaakt, zeer wel door de keuze van de daarin opgenomen mededelingen, de inhoud en inkleiding van die mededelingen zelf geheel of ten dele hebben bepaald in de zin van art. 1416b, ook indien in die tekst opgenomen mededelingen van een of meer anderen afkomstig zijn. Zulks zal evenwel anders zijn indien degene die de tekst openbaar maakt, daarin op niet mis te verstane wijze tot uitdrukking brengt dat bepaalde mededelingen in de gepubliceerde tekst niet van hem afkomstig zijn en dat hij niet voor de juistheid voor die van een ander of van anderen afkomstige mededelingen instaat.’⁹⁷

De discussie die in de literatuur is gevoerd betreft de vraag in hoeverre de tweede volzin van bovenstaand citaat een basis biedt voor exoneratie in het prospectus door de lead manager ten aanzien van door de uitgevende instelling (of derden) aangeleverde (en soms door experts onderzochte) prospectusinformatie.

Voor de huidige kapitaalmarktpraktijk is in dit verband art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn van belang. Op grond van deze bepaling moeten de verantwoordelijken voor het prospectus onder het nationale recht van de lidstaten ook aansprakelijk kunnen worden gesteld (beginsel van effectieve rechtsbescherming). Tevens dient van hen een verklaring in het prospectus te worden opgenomen dat de prospectusinformatie in overeenstemming is met de werkelijkheid en dat geen gegevens zijn weggelaten waarvan vermelding de strekking van het prospectus zou wijzigen.⁹⁸ Indien men de lead manager *materieel* als een van de verantwoordelijken voor de inhoud van het prospectus beschouwt, is het de vraag of genoemde bepalingen van Prospectusrichtlijn en -verordening enige vorm van disclaimer of exoneratie te zijnen behoeve toestaan. In de praktijk openbaart deze kwestie zich niet als een probleem, omdat de AFM bij het goedkeuren van het prospectus een *formeel* verantwoordelijkheidsbegrip hanteert. Zij neemt genoegen met een verantwoordelijkheidsverklaring van de uitgevende instelling zelf, zonder zich te verdiepen in de vraag welke (andere) partijen feitelijk bemoeienis hebben gehad met de inhoud van het prospectus.⁹⁹

Al enkele jaren na het Coop-arrest werd duidelijk dat de mogelijkheid tot opname van een beperkte disclaimer, zoals deze door het arrest is gesanctioneerd, zich niet tot bestendige praktijk zou ontwikkelen.¹⁰⁰ Wel worden nog steeds pogingen gedaan om met gebruik van andere, niet door het Coop-arrest gesanctioneerde disclaimers de aansprakelijkheid van de lead manager te beper-

97 HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade (Coop), r.o. 4.3.

98 Prospectusverordening 809/2004, Bijlage I sub 1.1 en 1.2.

99 Zie par. 5.5.5.3 voor beschouwingen over het te hanteren verantwoordelijkheidsbegrip. Opmerking verdient in dit verband dat het Amerikaanse effectenrecht *waivers* door beleggers van hun rechten, waaronder ook het accepteren van een aansprakelijkheidsbeperking wordt begrepen, niet toelaat. Zie art. 14 Securities Act 1933, art. 29(a) Securities Exchange Act 1934; daarover Loss & Seligman 2004, p. 1365.

100 In het in oktober 1996 verschenen prospectus van de eerste beursgang van Endemol ontbrak bijvoorbeeld een disclaimer, zulks in afwijking van eerder verschenen prospectussen. Zie daarover Timmerman 1996a.

ken.¹⁰¹ De praktijk blijft op dit gebied creatief. Mede om die reden verdienen de mogelijkheden tot aansprakelijkheidsbeperking binnen het civielrechtelijke speelveld aandacht.

Over de vraag of een exoneratie/disclaimer contractueel door de lead manager en de belegger kan worden overeengekomen kan men van mening verschillen. Enerzijds komt – althans bij een gegarandeerde, niet-overgenomen emissie – geen contractuele relatie tussen lead manager en beleggers tot stand. Anderzijds dient niet de gehele inhoud van het prospectus over een kam te worden geschoren. Het prospectus bestaat weliswaar voor het overgrote deel uit feitelijke informatie met betrekking tot de uitgevende instelling en de uit te geven effecten, maar ook voor een klein deel uit andersoortige mededelingen.¹⁰² Daartoe behoort de disclaimer. De disclaimer kan worden gezien als een poging van de lead manager om zijn (rechts)verhouding met *alle* beleggers, ook die in de secundaire markt, te beïnvloeden. In die zin heeft de disclaimer een status aparte ten opzichte van het leeuwendeel van de prospectusinformatie en mag hij wellicht als civielrechtelijk aanbod van de lead manager aan de belegger worden gekwalificeerd. In de gedachtegang van de lead manager is het verwerven van de effecten door de belegger, zonder uitdrukkelijke afwijzing van de disclaimer, de stilzwijgende aanvaarding daarvan. Langs die weg zou op een specifiek punt een overeenkomst tussen de lead manager en de belegger totstandkomen.

Ten aanzien van de werkzaamheid van een disclaimer in verband met prospectusaansprakelijkheid zijn in de literatuur twee opvattingen te onderscheiden, door Bertrams aangeduid als de beperkte en de ruime opvatting. Bertrams heeft beide uitvoerig beschreven en becommentarieerd. Zelf onderschrijft hij de ruime opvatting.¹⁰³ De ruime opvatting is eerder geponereerd door Blom.¹⁰⁴ De beperkte opvatting heeft de meeste aanhangers.¹⁰⁵ Het hierna volgende heeft niet de pretentie om de discussie in de literatuur in extenso weer te geven, maar beoogt wel een persoonlijke stellingname. Op voorhand wordt opgemerkt dat de gedachtewisseling over exoneratie zich heeft afgespeeld binnen het kader van onrechtmatige daad, in het bijzonder de art. 6:194-195 BW. Een principieel onderscheid tussen beleggers in de primaire en secundaire markt is daarbij niet gemaakt. De reden dat de kwestie op deze plaats wordt behandeld, is gelegen in het feit dat voor exoneratie doorgaans een contractuele basis als een vereiste wordt gezien.

15.8.2 Ruime opvatting

In de ruime opvatting heeft opname van een disclaimer in het prospectus tot gevolg, dat aansprakelijkheid van de lead manager geheel achterwege blijft. Niet omdat sprake zou zijn van een contractueel overeengekomen uitsluiting van aansprakelijkheid – tussen de lead manager en beleggers bestaat immers doorgaans geen contractuele relatie, ook niet in de ogen van de aanhangers van de ruime opvatting¹⁰⁶ – maar omdat het schuldelement wegvalt. De gedachte is, dat de

101 Zie daarover par. 15.8.5.

102 Zie par. 7.7.

103 Bertrams 1997.

104 Blom 1996, p. 204-207. Voor bespreking van de ruime opvatting, zie Bertrams 1997, p. 7-10.

105 Zie Bertrams 1997, noot 3, met verwijzingen.

106 Uitzondering zijn beleggers in de *primaire* (i.t.t. *secundaire*) markt die in een *overgenomen* (i.t.t. *gegarandeerde*) emissie de effecten rechtstreeks van de lead manager verwerven.

belegger door de lead manager expliciet is gewaarschuwd dat door hem geen onderzoek is gedaan naar een deel van de prospectusinformatie. De lead manager wijst verantwoordelijkheid voor die informatie expliciet af. Om die reden mag de belegger er niet gerechtvaardigd op vertrouwen dat zodanig onderzoek wel heeft plaatsgevonden en dat deze informatie juist en volledig is. De belegger handelt, voor zover het de niet onderzochte informatie betreft, ‘voor eigen risico’. Dientengevolge treft de lead manager geen verwijt als de betreffende informatie achteraf toch misleidend blijkt te zijn en ontstaat geen aansprakelijkheid. Wel blijft het openbaar maken van het (deels) misleidende prospectus onrechtmatig.

Leijten, een van de aanhangers van de beperkte opvatting, stelt dat het nalaten van eigen onderzoek door de lead manager in combinatie met opname van een disclaimer in het prospectus, nog niet altijd met zich brengt dat de lead manager geen verwijt kan worden gemaakt terzake van misleidende informatie.¹⁰⁷ Deze tegenwerping komt mij voor als terecht. Ten aanzien van de lead manager die enerzijds willens en wetens onderzoek nalaat, maar anderzijds de belegger voor dit nalaten waarschuwt, is even goed verdedigbaar dat hem wel als dat hem niet een verwijt treft terzake van achteraf blijvende misleiding. In termen van verwijtbaarheid kan men – in navolging van de ruime opvatting – de waarschuwing zwaarder laten wegen dan het nalaten van onderzoek, maar het omgekeerde kan met dezelfde kracht worden betoogd. Een waarschuwing maakt een nalaten niet noodzakelijkerwijs goed. De door Blom gemaakte gevolgtrekking dat de schuld van de lead manager komt weg te vallen is derhalve niet dwingend.

Door de aanhangers van de ruime opvatting wordt niet ontkend dat de lead manager door het openbaar maken van een (deels) misleidend prospectus onrechtmatig handelt. Hij is zich daar alleen niet van bewust, omdat hij bij gebrek aan eigen onderzoek niet van het misleidende karakter op de hoogte is.¹⁰⁸ De lead manager meent dus ten onrechte dat hij rechtmatig handelt. De situatie van een dader die dwaalt ten aanzien van de rechtmatigheid van zijn eigen handelen wordt in de parlementaire geschiedenis uitdrukkelijk genoemd als een geval waarin toerekening buiten schuld, op grond van de verkeersopvattingen kan plaatsvinden. Dit zal het geval zijn, wanneer de betreffende factor krachtens verkeersopvattingen voor rekening van de dader komt.¹⁰⁹ Voor zover het bewust nalaten van onderzoek op zichzelf al geen schuld van de lead manager zou opleveren, komt dit mij zonder meer voor als een factor die krachtens verkeersopvattingen voor rekening van de lead manager behoort te komen.¹¹⁰ Aldus biedt de parlementaire geschiedenis een krachtig argument tegen de ruime opvatting.

De conclusie moet luiden, dat de ruime opvatting afstuit op het feit dat het openbaar maken van een (deels) misleidend prospectus door de lead manager, ook al heeft hij de belegger uitdrukkelijk gewaarschuwd dat bepaalde informatie niet door hem is onderzocht en is hij (daardoor) zelf onkundig van de misleiding, toch aan de lead manager moet worden toegerekend. Wanneer de lead manager van de misleiding op de hoogte was, vindt toerekening plaats op grond van

107 Leijten 1995, p. 219.

108 Als dit wel het geval zou zijn, dan is er ook schuld en dus ook aansprakelijkheid; zie Bertrams 1997, p. 9-10.

109 Parlementaire Geschiedenis Boek 6 BW, p. 619.

110 De wijze waarop Sieburgh de verkeersopvattingen concretiseert, aanknopen bij de aard van de gedraging en de hoedanigheid van de dader, biedt hiervoor steun. Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015, nr. 123-125. In casu is sprake van eenzijdige verhoging van het misleidingsrisico vanwege het nalaten van onderzoek (aard van de gedraging) door de lead manager als deskundige partij (hoedanigheid van de dader).

schuld. Wanneer de lead manager niet op de hoogte was en dus dwaalde ten aanzien van de rechtmatigheid van zijn eigen handelen, kan toerekening op grond van verkeersopvattingen plaatsvinden. In beide gevallen dient het schuld-/risico-element niet door de waarschuwing aan de belegger te worden geëcarteerd. Daarmee blijft de toerekenbaarheid als bouwsteen in het gebouw van de aansprakelijkheid op zijn plaats.

15.8.3 *Beperkte opvatting*

In de beperkte opvatting is het gevolg van opname van een disclaimer in het prospectus, dat de omkering van de bewijslast ex art. 6:195 BW teniet wordt gedaan. De bewijslast met betrekking tot het misleidend karakter van het prospectus en de toerekenbaarheid daarvan aan de lead manager komt daardoor weer op de agerende belegger te rusten. De verwijtbaarheid en daarmee de aansprakelijkheid van de lead manager worden, anders dan in de ruime opvatting, door de disclaimer niet weggenomen. De twee belangrijkste argumenten voor de beperkte opvatting zijn (a) het feit dat de mogelijkheid van een disclaimer door de Hoge Raad in het Coop-arrest is genoemd in een overweging die (omkering van) de bewijslast betreft¹¹¹ en (b) twijfel over de werkzaamheid als exoneratie, zoals in de ruime opvatting wordt betoogd, wegens het ontbreken van een contractuele relatie tussen de lead manager en de belegger. Zoals gezegd, heeft de beperkte opvatting een aanzienlijk aantal aanhangers in de literatuur verworven.

Het eerste argument kan moeilijk worden tegengesproken. Tegen het tweede argument is door Bertrams aangevoerd dat dit bezwaar ook de beperkte opvatting zelf mogelijk ondergraaft, omdat de disclaimer bij gebrek aan enige (contractuele) relatie tussen de lead manager en de belegger ook niet tot het tenietdoen van de wettelijke omkering van de bewijslast kan leiden. Bertrams erkent dat er geen contractuele relatie bestaat, maar spreekt van ‘een relatie (...) die (...) bestaat (...) uit het prospectus’. Hij denkt daarbij niet in ‘absoluut gescheiden categorieën van overeenkomst en onrechtmatige daad’.¹¹² Hoe Bertrams deze relatie dan wel wil kwalificeren, wordt onvoldoende duidelijk. Het bestaan van een dergelijke, ongekwalificeerde relatie is voor Bertrams kennelijk voldoende om (ruim) effect aan de disclaimer toe te kennen en zich achter de ruime opvatting te scharen.

15.8.4 *Eigen opvatting*

Het feit dat de Hoge Raad in het Coop-arrest de disclaimer in het kader van de bewijslastverdeling bespreekt, is een belangrijke indicatie ten faveure van de beperkte opvatting. De beperkte opvatting komt mij dan ook voor als de meest voor de hand liggende.

In de gevallen waarin sprake is van een contractuele relatie tussen de lead manager en de belegger – bij een overgenomen emissie ten aanzien van de belegger die deelneemt aan de *primaire* markttransactie – heeft de disclaimer in het

¹¹¹ Zie r.o. 4.3, waarvan het relevante deel is weergegeven in par. 15.8.1.

¹¹² Bertrams 1997, p. 5. Bij zijn ontkenning van het bestaan van enige contractuele relatie maakt Bertrams overigens ten onrechte geen onderscheid tussen de belegger in de primaire en in de secundaire markt. Eerstgenoemde staat wél in een contractuele verhouding tot – al naar gelang het een gegarandeerde dan wel een overgenomen emissie betreft – de uitgevende instelling dan wel de lead manager.

licht van het Coop-arrest trekken van een bewijsovereenkomst. De lead manager en de belegger spreken immers af dat eerstgenoemde niet geacht wordt inhoud en inkleiding van bepaalde prospectusmededelingen (mede) te hebben bepaald in de zin van art. 6:195 BW, een bepaling van bewijslastverdeling. Onzeker is of een bewijsovereenkomst een obligatoire overeenkomst is. In de literatuur is wel gesteld dat geen verbintenissen, maar ‘bewijsposities’ worden geschapen. Wel mag worden aangenomen dat Titels 3.2 (rechtshandelingen) en 6.5 BW (overeenkomsten in het algemeen) door toedoen van de schakelbepalingen in de art. 3:59 en 6:216 BW van overeenkomstige toepassing zijn.¹¹³

Ziet men de disclaimer inderdaad als een bewijsovereenkomst, dan is van belang dat de tekst van de disclaimer zich ook daadwerkelijk in termen van bewijs uit. De disclaimer dient de implicaties ervan voor de belegger zo precies mogelijk uit te drukken. Gebeurt dit niet, dan is denkbaar dat de disclaimer vernietigbaar is uit hoofde van dwaling.¹¹⁴ Ter voorkoming daarvan dient de disclaimer naar mijn mening meer te worden toegespitst op het concrete effect dat hij in de beperkte opvatting uiteindelijk zal hebben, te weten op het vlak van de bewijslastverdeling. De disclaimer zou als volgt kunnen luiden:

‘De gegevens opgenomen op de bladzijden [] zijn afkomstig van [] en de lead manager heeft op de inhoud en inkleiding daarvan geen invloed gehad. Mocht de juistheid en/of volledigheid van deze gegevens onderwerp van geschil worden, dan rust de bewijslast terzake niet op de lead manager.’

Een bewijsovereenkomst zal niet snel het risico lopen buiten toepassing te worden verklaard wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid van art. 6:248 lid 2 BW. Dit gelet op de vrijheid die partijen in beginsel hebben om over de bewijslast te contracteren, welke voortvloeit uit art. 150 Rv.¹¹⁵

15.8.5 *Disclaimers in de huidige kapitaalmarktpraktijk*

In de huidige kapitaalmarktpraktijk ziet men de disclaimer ten aanzien van *specifieke*, door experts aangeleverde *delen* van het prospectus, zoals deze door de Hoge Raad is gesuggereerd in het Coop-arrest, niet terug. Wel neemt de lead manager veelal een disclaimer ten aanzien van het *volledige* prospectus op langs de volgende lijnen:

‘No representation or warranty, express or implied, is made by any of the Underwriters or any selling agent as to the accuracy or completeness of such information, and nothing contained in

113 Zie voor dit alles Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nr. 35 en Van der Wiel 2002, p. 222.

114 Weliswaar brengt de aard van een bewijsovereenkomst met zich dat de ruimte voor vernietiging op grond van dwaling beperkt is, zie van der Wiel 2002, p. 226. Maar zeker in het geval van de particuliere belegger, die niet geacht mag worden van de (bewijs)technische ins en outs van art. 6:195 BW en het Coop-arrest op de hoogte te zijn, lijkt het niet redelijk dat een dergelijke dwaling voor diens rekening blijft. Naast vernietigbaarheid op grond van dwaling loopt de disclaimer tevens de kans als misleidende mededeling te worden aangemerkt, omdat de bewijsrechtelijke consequenties ervan worden gemaskeerd.

115 Van der Wiel 2002, p. 223, noot 22 met verwijzingen. Een belangrijke uitzondering is het geval waarin een prospectus kan worden beschouwd als algemene voorwaarden die deel uitmaken van de koopovereenkomst tussen de lead manager en de belegger. Zie par. 15.9.

this Prospectus is, or shall be relied upon as, a promise or representation by any of the Underwriters or any selling agent as to the past, present or future.¹¹⁶

Deze disclaimer beoogt de werkelijke invloed die de lead manager op de inhoud en inkleiding van het prospectus uitoefent te marginaliseren. Een dergelijke algehele disclaimer is in het Coop-arrest niet gesanctioneerd. De indruk bestaat, dat deze wordt opgenomen onder het motto ‘baat het niet dan schaadt het niet’. Timmerman heeft betoogd dat mededelingen die erop zijn gericht de daadwerkelijke rol die de lead manager heeft gespeeld bij de totstandkoming van het prospectus – in het bijzonder door het uitvoeren van due diligence onderzoek – weg te schrijven misleidend zijn.¹¹⁷

Prospectussen met betrekking tot transacties op Euronext Amsterdam hebben tegenwoordig op het voorblad een andersoortige disclaimer ten behoeve van meerdere betrokken partijen, die betrekking heeft op voor de belegger nadelige gevolgen van het mogelijk voortijdig terugtrekken van de emissie:

‘If the closing of the Offering does not take place on the Settlement Date or at all, the Offering will be withdrawn, all applications to purchase the Offer Shares will be disregarded, any allocations made will be deemed not to have been made and any payments will be returned without interest or other compensation and transactions in the Ordinary Shares on NYSE Euronext Amsterdam may be annulled. All dealings prior to settlement and delivery of the Offer Shares and Additional Shares are at the sole risk of the parties concerned. The Underwriters, the Company, the selling Shareholders, the Listing Agent (as defined herein) and Euronext do not accept any responsibility or liability with respect to any person as a result of a withdrawal of the Offering or the related annulment of any transactions in Ordinary Shares on NYSE Euronext Amsterdam. For more information regarding the conditions to the Offering and the consequences of any termination or withdrawal of the Offering, see “The Offering”.¹¹⁸

Deze disclaimer betreft niet de inhoud van het prospectus, maar de *mechanics* van de transactie. Er is geen sprake van een poging tot uitsluiting van aansprakelijkheid die voortvloeit uit misleiding in het prospectus. De vraag in welke mate een dergelijke disclaimer rechtsgevolg heeft, gaat het kader van dit boek te buiten. Wel kan worden opgemerkt, dat het construeren van de noodzakelijke contractuele relatie met de belegger als basis voor geldige exoneration op vergelijkbare problemen zal stuiten.

Tenslotte verdient nog vermelding het fenomeen van wat wel wordt genoemd *de facto* exoneration. Daarvan kan worden gesproken, indien een uitgevende instelling haar civielrechtelijke aansprakelijkheid tracht uit te sluiten of te beperken door zoveel mogelijk informatie in het prospectus op te nemen en zoveel mogelijk risico’s te vermelden. De belegger zal nog minder in staat zijn om uit de grote hoeveelheid informatie de mededelingen te selecteren, die voor hem van wezenlijk belang zijn. Deze aanpak kan erin resulteren dat bepaalde essentialia

116 Prospectus d.d. 9 maart 2012 van de ipo van Ziggo NV, p. 33. Zie voor een vergelijkbare disclaimer het prospectus d.d. 19 oktober 2009 van de ipo van Delta Lloyd NV.

117 Timmerman 1996, p. 83.

118 Zie voorblad van het prospectus gedateerd 9 maart 2012 van de ipo van Ziggo NV.

ofwel met teveel omhaal van woorden en daardoor verwarrend worden weergegeven ofwel ‘verdrinken’ in de veelheid van informatie en daardoor hun zichtbaarheid voor de belegger verliezen. Een verwarrende voorstelling van zaken kan het prospectus misleidend maken.¹¹⁹

15.9 Prospectus en algemene voorwaarden

In het kader van een contractuele beschouwing van prospectusaansprakelijkheid kan de vraag worden gesteld in hoeverre denkbaar is dat een prospectus algemene voorwaarden bevat. Onder algemene voorwaarden in de zin van afdeling 6.5.3 BW wordt verstaan:

‘een of meer bedingen die zijn opgesteld teneinde in een aantal overeenkomsten te worden opgenomen, met uitzondering van bedingen die de kern van de prestaties aangeven, voorzover deze laatstgenoemde bedingen duidelijk en begrijpelijk zijn geformuleerd.’¹²⁰

Uit deze definitie blijkt dat algemene voorwaarden een contractuele relatie vereisen. Eerder bleek al dat een dergelijke contractuele relatie mag worden aangenomen (i) bij een gegarandeerde emissie: tussen de uitgevende instelling respectievelijk de verkopende aandeelhouders en de belegger in de primaire markt of diens commissionair; (ii) bij een overgenomen emissie: tussen de lead manager en de belegger in de primaire markt of diens commissionair. De relatie met beleggers die aandelen in de secundaire markt verwerven kan in beginsel niet als contractueel worden aangemerkt.

Slagter kwalificeert het emissieprospectus zonder voorbehoud als ‘een verzameling van algemene voorwaarden’.¹²¹ Bertrams en Wessels houden de mogelijkheid van een dergelijke kwalificatie, naar ik begrijp, open.¹²²

De ‘gebruiker’ van algemene voorwaarden in de zin van art. 6:231 sub b BW is de partij die de algemene voorwaarden in meerdere door hem te sluiten overeenkomsten opneemt. Dit kan de uitgevende instelling en/of de verkopende aandeelhouder (bij een gegarandeerde emissie) dan wel de lead manager (bij een overgenomen emissie) zijn. Gecontracteerd wordt in beide gevallen met beleggers in de primaire markt. Beschouwt men de overeenkomsten met de diverse primaire markt beleggers in *dezelfde emissie* als ‘een aantal overeenkomsten’ in de zin van art. 6:231 sub a BW, dan kwalificeert ieder prospectus in beginsel als een verzameling algemene voorwaarden. Deze benadering lijkt Slagter voor te staan. De overeenkomsten worden dan alle *tegelijktijd* gesloten.

Wil men slechts van algemene voorwaarden spreken wanneer het gaat om bedingen die in meerdere *opeenvolgende* overeenkomsten worden opgenomen, dan komt slechts een beperkter deel van de in omloop zijnde prospectussen in aanmerking om als zodanig te worden gekwalificeerd. In deze benadering zou

119 Zie par. 7.2. De praktijk om een al te grote hoeveelheid risicofactoren in het prospectus op te nemen zal naar verwachting aan banden worden gelegd in de thans in voorbereiding zijnde Prospectusverordening (voorstel van de Europese Commissie van 30 november 2015, COM(2015) 583 final, 2015/0268(COD), art. 16) welke de huidige Prospectusrichtlijn 2003/71 zal vervangen.

120 Art. 6:231 sub a BW.

121 Slagter 1993.

122 Bertrams 1997, p. 6; Wessels 1995, p. 131.

gedacht kunnen worden aan het basisprospectus, waarvan met name financiële instellingen zich bedienen bij de periodieke uitgifte van obligaties.¹²³ Het basisprospectus is een jaar geldig. Gedurende het jaar vinden meerdere emissies plaats. Omdat de informatie van een obligatieprospectus globaler is dan van een aandelenprospectus, hoeft alleen in geval van zeer materiële veranderingen – bijvoorbeeld een grote overname – actualisering plaats te vinden. Een ander belangrijk punt is, dat beleggers van obligaties in de secundaire markt, anders dan bij aandelen, een vorderingsrecht op en daarmee een contractuele relatie met de uitgevende instelling krijgen. Dit alles bij elkaar genomen resulteert erin, dat de inhoud van een obligatieprospectus eerder als algemene voorwaarden, met de uitgevende instelling als ‘gebruiker’, in de zin van afdeling 6.5.3 BW zal kwalificeren. Wanneer dezelfde lead manager telkens bij opvolgende emissies is betrokken en contracteert met beleggers in de primaire markt, zal hij ook als ‘gebruiker’ kwalificeren.

Kwalificatie van het prospectus als algemene voorwaarden heeft twee belangrijke consequenties. In de eerste plaats geldt dat bij twijfel over de betekenis van een beding voor de particuliere belegger de gunstigste uitleg daarvan prevaleert.¹²⁴ De Hoge Raad heeft in het DAF-arrest¹²⁵ een leidraad gegeven voor de uitleg van een in een prospectus opgenomen trustakte die rechten beoogt te creëren voor partijen die niet bij de totstandkoming betrokken zijn geweest. Zulks in navolging van eerdere jurisprudentie over de uitleg van CAO’s.¹²⁶ Deze leidraad komt er kort gezegd op neer dat interpretatie naar de letter van de tekst zwaarder weegt dan de bedoeling van partijen die wél bij de totstandkoming betrokken zijn geweest. Denkbaar is, dat de letter van de tekst geen stricte duidelijkheid schept. In dat geval kan, bij toepasselijkheid van afdeling 6.5.3 BW, het beginsel van art. 6:238 lid 2 BW als aanvullende leidraad fungeren. Een voor de belegger gunstige uitleg dringt zich dan op.

Een tweede consequentie van de toepasselijkheid van afdeling 6.5.3 BW is, dat onredelijk bezwarende bedingen in algemene voorwaarden vernietigbaar zijn. Prospectusmededelingen van puur feitelijke aard dienen ertoe de belegger volledig te informeren omtrent de uitgevende instelling en de effecten. Committerende en inschattende (deels toekomstgerichte) mededelingen dienen ertoe de belegger houvast te geven over de voorgenomen handelwijze van de uitgevende instelling inzake (onder meer) de bestemming van de emissieopbrengst, dividenduitkeringen en corporate governance.¹²⁷ Dergelijke mededelingen dienen het belang van goede oordeelsvorming van de belegger en zijn in beginsel niet bezwarend. Anders kan dit liggen voor een mogelijk in het prospectus op te nemen disclaimer ten behoeve van de lead manager. Een exoneratiebeding wordt tegenover consumenten *vermoed* onredelijk bezwarend te zijn op grond van art. 6:237 sub f BW. Wanneer afdeling 6.5.3 BW van toepassing is, vormt genoemde bepaling een argument temeer om de ruime opvatting ten aanzien van disclaimers in het prospectus te verwerpen. Maar ook de beperkte opvatting komt op de tocht te

123 Art. 5:16 Wft.

124 En wel volgens het beginsel van de uitleg *contra proferentem*, vastgelegd in art. 6:238 lid 2 BW.

125 HR 23 maart 2001, NJ 2003, 715 m.nt. F.M.J. Verstijlen, JOR 2001/116 m.nt. Th.A.L. Kliebisch onder JOR 2001/120 (DAF).

126 Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nrs. 372-374 met verwijzingen naar de genoemde CAO-jurisprudentie. Zie ook par. 15.6.

127 Zie voor een indeling van prospectusinformatie in een aantal categorieën par. 7.7.

staan. In die opvatting heeft een disclaimer als effect, dat de omkeringen van de bewijslast van art. 6:193j BW teniet worden gedaan, zulks ten nadele van de particuliere belegger. Het betreft de bewijslast inzake het misleidende karakter van de mededelingen en de toerekenbaarheid daarvan aan degene die inhoud en inkleding heeft bepaald. Art. 6:236 sub k BW bepaalt dat een beding dat de wettelijke bewijslastverdeling ten nadele van de wederpartij – zijnde de belegger – wijzigt, als onredelijk bezwarend wordt *aangemerkt*.¹²⁸ Vernietigbaarheid is het gevolg. De disclaimer in algemene voorwaarden heeft jegens de particuliere belegger zelfs niet het effect zoals bepleit in de beperkte opvatting.

Het toepassingsgebied van afdeling 6.5.3 BW wordt bepaald door art. 6:247 BW. Uit die bepaling vloeit voort, dat de afdeling niet geldt voor transacties tussen bedrijfsmatig handelende partijen die niet beide in Nederland gevestigd zijn (lid 2). Maar wanneer bedrijfsmatig handelende partijen wel beide in Nederland zijn gevestigd (lid 1) of wanneer een Nederlandse particuliere belegger betrokken is ongeacht de plaats van vestiging van de wederpartij (lid 4), is afdeling 6.5.3 BW wel toepasselijk. In een groot aantal gevallen zal toepasselijkheid dan ook aan de orde zijn.

De conclusie moet luiden, dat wanneer sprake is van incorporatie van het prospectus in ‘een aantal overeenkomsten’ in de zin van art. 6:231 sub a BW, de algemene voorwaarden regeling van afdeling 6.5.3 BW van toepassing is. In dat geval is denkbaar dat een ten behoeve van de lead manager opgenomen disclaimer vernietigbaar is uit hoofde van art. 6:233 BW jo. art. 6:237 sub f en/of art. 6:236 sub k BW.¹²⁹ Met name de niet beroeps- of bedrijfsmatig handelende natuurlijke persoon, die de status van consument heeft, zal zich op vernietigbaarheid kunnen beroepen. Andere beleggers die een vergelijkbare positie op de markt innemen zullen zich bij een mogelijke vernietigingsactie onder omstandigheden op reflexwerking van de art. 6:237 sub f en 6:236 sub k BW kunnen beroepen.¹³⁰ Deze conclusie moge wellicht als een verrassing komen in het licht van het Coop-arrest van de Hoge Raad, waarin een duidelijke opening is gelaten voor opname van een disclaimer in het prospectus. Maar in die zaak is door de Hoge Raad geen aandacht besteed aan de mogelijkheid dat er een contractuele relatie tussen de lead manager en de belegger (in de primaire markt) bestaat. De vordering was gebaseerd op onrechtmatige daad. De invalshoek van algemene voorwaarden is daarom niet aan de orde gekomen.

128 Art. 6:236 sub k BW heeft betrekking op de toerekenbaarheid bij tekortkoming onder een *overeenkomst*, terwijl art. 6:193j lid 2 BW de toerekenbaarheid bij *onrechtmatige daad* betreft. De tekortkoming van de lead manager bestaat uit schending van in het prospectus opgenomen (garantie)verklaringen die bij een overgenomen emissie deel uitmaken van de koopovereenkomst met beleggers in de primaire markt. Deze tekortkoming valt samen met de onrechtmatige daad van de lead manager bestaande uit openbaarmaking van misleidende mededelingen. In een dergelijk geval kan ik mij niet voorstellen dat art. 6:236 sub k BW niet ook de wettelijke bewijslastomkering van art. 6:193j lid 2 ten behoeve van de particuliere belegger zou sauveren.

129 In het geval van een gegarandeerde emissie, waarbij de contractuele band tussen de uitgevende instelling en/of de verkopende aandeelhouders en de belegger loopt, zal een disclaimer ten behoeve van de lead manager het karakter van derdenbeding hebben.

130 Zie hierover Tekst & Commentaar Burgerlijk Wetboek, art. 6:236, aant. 2 en art. 6:237, aant. 2 (W.L. Valk).

16.1 Inleiding

In de literatuur is gesuggereerd dat de belegger in bepaalde gevallen beter af is met het instellen van een contractuele actie dan een actie uit onrechtmatige daad.¹ Onmiddellijk dient daarbij te worden aangetekend dat contractuele acties uitsluitend aan teleurgestelde beleggers in de primaire markt ter beschikking staan. Beleggers in de secundaire markt hebben noch met de uitgevende instelling en de verkopende aandeelhouders noch met de lead manager een contractuele relatie. Dit brengt een zekere onevenwichtigheid teweeg, waarvan men zich kan afvragen of deze in het effectenverkeer wenselijk is. Belegger A die op de dag van de beursgang effecten koopt in de primaire markt kan ageren op basis van het contractenrecht, terwijl belegger B die de effecten dezelfde dag nog van A koopt, dit niet zou kunnen. Gevoelsmatig kan men hier moeite mee hebben. Daar staat tegenover, dat de emissie nu eenmaal een contractueel speelveld kent dat niet zonder meer kan worden geëxploteerd of uitgebreid.

Hoewel de weg van de contractuele prospectusaansprakelijkheid in de Nederlandse praktijk nog nauwelijks is geëxploreerd, mag het *potentiële* belang ervan niet worden onderschat. In veel gevallen komen onjuistheden of onvolledigheden in het prospectus al in de eerste dagen of weken na de emissie aan het licht. Beleggers die hebben deelgenomen aan de primaire markttransactie en niet uit waren op korte termijn gewin door snelle doorverkoop, zullen dan doorgaans nog in het bezit zijn van hun effecten. Zij verkeren in de positie om het instellen van een contractuele actie – mogelijk naast een actie uit onrechtmatige daad - in overweging te nemen. Primaire markt beleggers met een langere beleggingshorizon zullen ook in een later stadium nog contractuele mogelijkheden hebben.

De belangrijkste contractuele acties die voor de belegger in aanmerking komen zijn de acties uit (1) dwaling (art. 6:228 BW), (2) bedrog (art. 3:44 lid 3 BW), (3) tekortkoming (art. 6:74 BW) en (4) non-conformiteit (art. 7:17 e.v. BW). Bij het maken van een afweging tussen enerzijds een van deze beide acties en anderzijds de actie op basis van art. 6:193a/194 BW zal de belegger twee punten in het bijzonder in overweging moeten nemen: (a) wat is zijn bewijspositie? en (b) welk (financieel) resultaat kan hij met het gekozen middel bewerkstel-

¹ Zie Van der Velden 1997 en 2003.

ligen? Vanuit deze beide invalshoeken zullen de genoemde vier contractuele acties in dit hoofdstuk de revue passeren. Vervolgens zal aandacht worden besteed aan het onlangs ingevoerde art. 6:193j lid 3 BW, dat een zelfstandige vernietigingsactie toekent aan de contractant wanneer de overeenkomst tot stand is gekomen als gevolg van een oneerlijke handelspraktijk.²

Het uitgangspunt bij samenloop van wettelijke bepalingen is cumulatie, niet exclusiviteit. Samenlopende bepalingen zijn in beginsel beide van toepassing en niet slechts een ervan. Daaruit volgt logischerwijs het uitgangspunt van alternativiteit, hetgeen betekent dat de rechthebbende mag kiezen welke van beide bepalingen hij inroept. Een keuze is alleen noodzakelijk wanneer de rechtsgevolgen van beide bepalingen elkaar uitsluiten (bijv. vervangende schadevergoeding en nakoming). Zoniet, dan kunnen beide bepalingen tegelijkertijd worden ingeroepen.³ De belegger is dus in beginsel vrij om de rechtsvordering(en) in te stellen die hij verkiest. In het navolgende zal blijken dat aan deze vrijheid zekere grenzen zijn gesteld.

16.2 Vernietiging en ontbinding

16.2.1 *Algehele vernietiging en ontbinding: een overkill*⁴

Wanneer de belegger in de primaire markt opteert voor het instellen van een of meer contractuele acties tegen de uitgevende instelling of (bij een overgenomen emissie) de lead manager, kan hij zich beperken tot het vorderen van schadevergoeding. In dat geval leidt de actie tot een zelfde resultaat als een actie uit onrechtmatige daad, omdat in beide gevallen afdeling 6.1.10 BW (wettelijke verplichtingen tot schadevergoeding) van toepassing is. Maar de belegger kan ook kiezen voor een actie die erop gericht is de primaire markttransactie terug te draaien. In het bijzonder kan gedacht worden aan het vorderen van algehele vernietiging van de koopovereenkomst met de uitgevende instelling of de lead manager wegens dwaling (art. 6:228 BW) of bedrog (art. 3:44 lid 3 BW) en het vorderen van algehele ontbinding wegens niet-nakoming (art. 6:265 BW) respectievelijk – in geval van consumentenkoop – non-conformiteit (art. 7:22 lid 1(a) BW). De gevolgen van een dergelijke actie zijn aanzienlijk ingrijpender. Een

2 Art. 6:193j lid 3 BW is ingevoerd bij de Implementatiewet richtlijn consumentenrechten (Stb. 2014, 140), in werking getreden op 13 juni 2014.

3 Zie Houben 2007, p. 26-27. Zie ook Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nrs. 247-248. Soms brengt een wettelijke bepaling de beginselen van cumulatie en alternativiteit met zoveel woorden tot uitdrukking, zie bijv. art. 7:22 lid 4 BW ten aanzien van de hieronder te bespreken non-conformiteitsregeling.

4 In een vergelijkbare context gebruikt Oostwouder de term 'paardenmiddel', waar hij zich in zijn oratie verzet tegen nietigheid en vernietiging van uitgifte van (in het bijzonder) beursgenoteerde effecten. Zie Oostwouder 2003, par. 2.1.

substantieel pakket aandelen keert terug in handen van de uitgevende instelling⁵ of (bij een overgenomen emissie) de lead manager. Verkoop is daarna bezwaarlijk, omdat de verkopende partij met de daarmee gepaard gaande koersdaling zichzelf en andere aandeelhouders in de vingers snijdt. Zolang de gerestitueerde aandelen in één hand blijven, vindt daarin geen handel plaats, hetgeen ten koste gaat van de liquiditeit. Intussen blijft de mogelijkheid van (al dan niet gefaseerde) verkoop van deze aandelen ‘boven de markt hangen’ en gaat daarvan een koersdrukkend effect uit.⁶ Deze gevolgen sporen niet met de doelstelling van de Prospectusrichtlijn, die er onder meer op gericht is een diepe en liquide kapitaalmarkt tot stand te brengen.⁷ Ook is bij de invoering van diverse stukken (financiële toezicht)wetgeving de mogelijkheid van ontbinding of vernietiging van transacties op de financiële markten uitgesloten en is in de parlementaire geschiedenis opgemerkt dat het ongedaan maken van transacties het vertrouwen en de continuïteit (en daarmee het goede functioneren) van de financiële markten aantast.⁸

Algehele vernietiging of ontbinding van de koopovereenkomst en de emissie roept niet alleen marktgerelateerde vragen op. Een emissie van beursgenoteerde aandelen wordt doorgaans afgewikkeld door tussenkomst van een of meer clearing en settlement systemen, via welke de effecten giraal aan de belegger worden geleverd.⁹ Civielrechtelijke vernietiging van de emissie brengt niet met zich dat de levering van de effecten aan beleggers en de daarmee corresponderende betalingen met terugwerkende kracht ongedaan worden gemaakt. Zulks op grond van het beginsel van *settlement finality*, waarin wordt voorzien door de Europese Finaliteitsrichtlijn 98/26/EG.¹⁰ Uitgangspunt is dan ook dat, na civielrechtelijke

-
- 5 De vernietiging beoogt, naast de koopovereenkomst, ook de emissie van nieuwe aandelen in vennootschappelijke zin te treffen. Laatstgenoemde bestaat op haar beurt uit (1) het emissiebesluit, genomen door het bevoegde vennootschapsorgaan; (2) het aanbod van de uitgevende instelling om aandelen te emitteren en aanvaarding daarvan door de belegger, resulterend in een plaatsingsovereenkomst; (3) uitvoering van de plaatsingsovereenkomst door daadwerkelijke uitgifte van de aandelen; zie Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 267. Door een succesvolle vernietigingsactie wordt, naast de koopovereenkomst, de plaatsingsovereenkomst vernietigd. Daarmee valt de basis voor uitgifte weg en dient wederzijdse restitutie plaats te vinden. In de literatuur wordt aangenomen dat vernietiging van een emissie als vennootschappelijke handeling op grond van dwaling ex art. 6:228 jo. 6:216 BW mogelijk is, zie Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 42 en – ten aanzien van een openbare emissie met prospectus – nr. 269. Zie ook Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 143. Gebruikmaking van de schakelbepaling van art. 6:216 BW lijkt aangewezen, omdat de emissie geen verbintenisscheppende overeenkomst behelst, maar in bredere zin wel kwalificeert als een meezijdige vermogensrechtelijke rechtshandeling.
- 6 In de Amerikaanse praktijk wordt een dergelijke situatie treffend aangeduid met de term ‘*overhang*’. Het overhangprobleem speelde op de Amerikaanse markt bij *allocated shelf registrations*, panklaar voorbereide emissies waarbij het exacte aantal (ooit) uit te geven aandelen tevoren vaststaat. Zie Bartos 2006, p. 29; Franx 2005a, p. 49.
- 7 Zie ook par. 5.5.2, noot 50 met verwijzing naar het Europese Actieplan Financiële Diensten (COM(1999) 232 van 11 mei 1999), p. 6 en considerans (5) Prospectusrichtlijn. Vernietiging van effectentransacties staat niet alleen op gespannen voet met de doelstelling, maar ook met de systematiek van de Prospectusrichtlijn. Op grond van art. 6 lid 1 jo. lid 2 is het immers mogelijk dat naar nationaal recht anderen dan de uitgevende instelling en de lead manager verantwoordelijk voor het prospectus zijn, zoals bestuurders. Een actie op basis van wilsgebreken strekkende tot restitutie tegen deze partijen, met wie de belegger geen contractuele relatie heeft en van wie de effecten niet afkomstig zijn, is moeilijk denkbaar. De meest voor de hand liggende vordering van beleggers tegen deze partijen is de vordering tot schadevergoeding.
- 8 Zie bijv. de toelichting bij art. 1:23 Wft, Kamerstukken II 2005-2006, 29 708, nr. 19, p. 390-392; art. 6:230x lid 4(a) BW, op 13 juni 2014 ingevoerd bij de Implementatiewet richtlijn consumentenrechten (Stb. 2014, 140).
- 9 Voor Euronext Amsterdam zijn dit LCH.Clearnet en Euroclear Nederland.
- 10 Zie art. 3 lid 2 Richtlijn 98/26/EG van het Europees Parlement en de Raad van 19 mei 1998 betreffende het definitieve karakter van afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingsystemen (PbEG 1998 L 166/45), gewijzigd door Richtlijn 2009/44/EU (PbEU L 146/37), Richtlijn 2010/78/EU (PbEU 2010 L 331/120), Verordening 648/2012/EU (PbEU 2012 L 201/1) en Verordening 909/2014/EU (PbEU 2014 L 257/1). Van Setten 2003, p. 284-287, constateert dat art. 3 lid 2 ten onrechte niet in de Nederlandse wet is geïmplementeerd en dat de richtlijn daarom op dit punt directe toepassing behoeft.

vernietiging van de emissie, restitutie dient plaats te vinden door teruglevering van de effecten door de belegger.¹¹

In geval van een gegarandeerde (niet overgenomen) emissie dient teruglevering plaats te vinden aan de uitgevende instelling, welke op haar beurt de ingelegde gelden aan de belegger dient te restitueren. Het is de vraag in hoeverre deze constellatie van handelingen (juridisch en/of economisch) kwalificeert als een inkoop van eigen aandelen door de uitgevende instelling. In dat geval zouden voor de NV de beperkingen van art. 2:98 BW gelden. Een dergelijke situatie doet zich voor in de zaak *Hirmani/Immofinanz* waarover het Europese Hof van Justitie onlangs moest oordelen, zij het dat het daar geen Nederlandse NV maar een Oostenrijkse AG betreft.¹² *Hirmani* kocht in de secundaire markt aandelen *Immofinanz* afgaande op een, naar later bleek, misleidend prospectus en vorderde op basis van diverse wettelijke bepalingen voor de Oostenrijkse rechter ‘bij wijze van schadevergoeding (...) vernietiging van de overeenkomst betreffende de aandelenkoop’. In concreto impliceerde deze vordering ‘terugbetaling van een bedrag dat overeenstemt met de oorspronkelijk koopprijs van de aandelen’ tegen restitutie van de aandelen aan de vennootschap.¹³ Op prejudiciële vragen van de Oostenrijkse rechter beslist het Hof, voor zover in deze van belang, dat de kapitaalbeschermingsbepalingen van de Tweede Richtlijn vennootschapsrecht¹⁴ niet in de weg staan aan een nationale regeling die, ter omzetting van (onder meer) de Prospectusrichtlijn en de Transparantierichtlijn, voorziet in (i) aansprakelijkheid van de uitgevende instelling jegens beleggers wegens schending van informatieverplichtingen en (ii) de verplichting van de uitgevende instelling om aan de belegger een bedrag gelijk aan de aankoopprijs ‘terug te betalen’ en de aandelen ‘terug te nemen’.

Naar mijn mening biedt het *Hirmani/Immofinanz*-arrest in Nederlandse context geen verlichting van de voorwaarden en beperkingen welke art. 2:98 BW stelt aan de verkrijging van eigen aandelen door de NV, ook niet na vernietiging van aandelentransacties door beleggers. Op de eerste plaats dient het belang van het arrest voor de kapitaalmarkt te worden gerelativeerd, omdat het een (kapitaalmarkt-technisch nogal fundamentele) weffout bevat. Door enerzijds vast te stellen dat *Hirmani* de aandelen op de *secundaire* markt heeft gekocht,¹⁵ maar anderzijds te spreken van de verplichting van de vennootschap om een bedrag aan *Hirmani* ‘terug te betalen’ en de aandelen ‘terug te nemen’¹⁶ worden primaire en secundaire marktverhoudingen met elkaar verward. *Hirmani* heeft immers als koper in de secundaire markt geen betaling aan *Immofinanz* gedaan en laatstgenoemde heeft de aandelen niet aan hem uitgegeven. Deze begripsverwarring maakt het arrest als leidraad voor de begrenzing van mogelijke vernietigingsacties tamelijk onbetrouwbaar. Voorts kent het Nederlandse recht geen specifieke regeling die de uitgevende instelling in geval van schending van informatiever-

11 Dit volgt uit considerans (13) Finaliteitsrichtlijn 98/26/EG. In die zin eveneens Vereecken 2003, p. 48-49. Een en ander spoort met de eerdere constatering dat door vernietiging van een emissie de plaatsingsovereenkomst wegvalt, waarna wederzijdse restitutie dient plaats te vinden; zie noot 5 hierboven.

12 HvJEG 19 december 2013, C-174/12, NJ 2014, 184 m.nt. M.R. Mok (*Hirmani/Immofinanz*). Zie over dit arrest Beckers 2014; Arons 2014a.

13 R.o. 19.

14 Richtlijn 77/91/EEG van 13 december 1976 (PbEU 1977, L 26/1).

15 R.o. 16.

16 Dictum sub 1.

plichtingen verplicht om desgevraagd de aankoopprijs van de aandelen aan de belegger terug te betalen en de aandelen terug te nemen.¹⁷ Het bestaan van zo'n nationale regeling is nu juist de maas die het Hof in het net van de kapitaalbescherming biedt.¹⁸

Een ander nadeel van algehele vernietiging of ontbinding is, dat het middel wegens zijn grofheid niet altijd tot een economisch rechtvaardig resultaat leidt. Een belegger in beursgenoteerde aandelen die twee weken na emissie de vernietiging van de koopovereenkomst inroept wegens dwaling en zijn inleg volledig gerestitueerd krijgt, krijgt niet alleen het nadeel vergoed dat hij heeft geleden doordat hij is afgegaan op misleidende prospectusinformatie. Ook voor koersdalingen die in de tussentijdende twee weken hebben plaatsgevonden wegens marktomstandigheden, en dus geheel los staan van de dwaling, wordt de belegger alsnog gecompenseerd. Van der Velden merkt in dit verband op dat beleggers kunnen speculeren door met het instellen van een actie tot vernietiging of ontbinding te wachten op koersfluctuaties en acht dit niet wenselijk.¹⁹ Ook in de Verenigde Staten wordt het niet fair geacht om bij vorderingen tot *rescission* de belegger in alle gevallen zijn volledige inleg te restitueren. Amerikaanse rechters hebben dan ook van oudsher getracht de restitutieplicht van de uitgevende instelling te maximaleren. In de literatuur is hierover opgemerkt dat '*courts have declined to make defendants the insurers of the plaintiffs' market losses*'.²⁰ Later is dit uitgangspunt verankerd in de wettelijke regeling van *rescission* door te bepalen dat waardedaling van effecten die niet voortvloeit uit '*such part of the prospectus or oral communication, with respect to which the liability (...) is asserted, not being true or omitting to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statement not misleading*' niet voor restitutie in aanmerking komt.²¹

Het (markt)risico berust vanaf het moment van aflevering respectievelijk (in geval van consumentenkoop) ontvangst in beginsel bij de belegger als koper van de effecten. Dit uitgangspunt volgt uit de art. 7:10 lid 1 en 7:11 BW jo. art. 7:47 BW. In geval van aankoop van beursgenoteerde en gegiraliseerde effecten zal het marktrisico doorgaans overgaan op de koper ten tijde van het matchen van de betreffende koop- en verkooporders in de systemen van de beurs. Beleggers dienen het marktrisico niet te kunnen ontlopen door het instellen van een vordering tot algehele vernietiging of ontbinding, tenzij deze vordering 'op goede gronden' wordt ingesteld.²² Dit uitgangspunt past ook overigens in het systeem van het Nederlandse privaatrecht. De koper die een vordering tot ontbinding of vernieti-

17 Daarbij ga ik ervan uit dat de algemene regel dat vernietiging terugwerkende kracht heeft en dat na vernietiging van een rechtshandeling de gevolgen ervan ongedaan moeten worden gemaakt (art. 3:53 BW) niet het soort 'nationale regeling' is dat het Hof op het oog heeft.

18 Het Hof geeft daarmee toepassing aan art. 20 lid 1(d) Tweede Richtlijn vennootschapsrecht, dat bepaalt dat de beperkingen op verkrijging van eigen aandelen door de vennootschap niet gelden indien aandelen worden verkregen krachtens een wettelijke verplichting.

19 Van der Velden 1997, p. 147.

20 Merritt 1988, tekst bij noot 66-68 met verwijzing naar jurisprudentie uit de jaren 1980.

21 Het vereiste van *loss causation*, gecodificeerd in een nieuwe subsection 12(b) van de Securities Act 1933 bij invoering van de Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA) 1995. Uitsluitend koersschade veroorzaakt door de misleiding zelf, niet door algehele marktdaling, komt voor vergoeding in aanmerking.

22 Zulks conform art. 7:10 lid 3 BW. De bepaling ziet op ontbinding, maar zou m.i. – in navolging van art. 6:278 BW – ook van toepassing moeten zijn in geval van vernietiging. Het risico dat bij de verkoper blijft betreft zowel waardevermindering die zich heeft voorgedaan vóór de koper's wilsverklaring tot ongedaanmaking als daarna. Zie Asser/Hijma 7-I* 2013, nr. 512.

ging instelt is immers verplicht om in geval van waardedaling door bijbetaling de oorspronkelijke waardeverhouding te herstellen. Zulks onder voorwaarde dat de verkoper aannemelijk kan maken dat het de koper bij het instellen van zijn vordering *juist* te doen is om het verkrijgen van compensatie voor een voor hem nadelige prijsfluctuatie en dat hij zonder die fluctuatie een andere, minder vergaande vordering zou hebben ingesteld.²³ De ontbindings- of vernietigingsactie wordt in dat geval niet gerechtvaardigd door de misleidende prospectusinformatie en is speculatief, dus niet ‘op goede gronden’ ingesteld. In dat geval blijft het (markt)risico bij de koper rusten. Stelt de koper de actie tot ongedaanmaking wel ‘op goede gronden’ in, dan komt tussentijdse waardedaling van de effecten (markt)risico voor rekening van de uitgevende instelling of de lead manager als verkoper.

Het bovenstaande maakt duidelijk dat een vordering tot algehele vernietiging of ontbinding wegens wilsgebreken marktgerelateerde, vennootschapsrechtelijke en verbintenisrechtelijke vragen kan oproepen. Wordt de vordering toegewezen dan kan restitutie of ongedaanmaking, in het bijzonder bij grotere emissies, marktverstoring werken. Dit heeft de wetgever in de financiële toezichtwetgeving nu juist getracht te vermijden. Recente civiele wetgeving wijst in dezelfde richting.²⁴ Restitutie aan de uitgevende instelling kan vennootschapsrechtelijk moeilijk uitvoerbaar zijn met het oog op art. 2:98 BW. In geval van tussentijdse prijsfluctuaties doet zich de, niet altijd gemakkelijk te beantwoorden, vraag voor of de vordering op goede gronden is ingesteld en de daarmee verband houdende vraag bij welke partij het tussentijdse markt)risico rust. Aan algehele ontbinding of vernietiging van de primaire markttransactie op de kapitaalmarkt, gevolgd door restitutie, zijn al met al de nodige bezwaren verbonden. Zij dient uitzondering te zijn en geen regel.²⁵

16.2.2 *Partiële ongedaanmaking, prijsvermindering, e.a.: de leer van het redelijk alternatief*

In plaats van naar het drastische middel van algehele vernietiging of ontbinding van de primaire markttransactie te grijpen, kan de belegger ervoor kiezen minder zwaar geschut in stelling te brengen. In een aantal gevallen kan de uitgevende

23 Zie art. 6:278 BW, dat de koper verplicht tot bijbetaling teneinde de oorspronkelijke waardeverhouding te herstellen. De verplichting tot bijbetaling impliceert dat het (markt)risico bij de koper is gebleven. Het eerste lid van art. 6:278 BW heeft betrekking op de ontbindingsactie; het tweede lid breidt de toepasselijkheid uit tot andere vormen van ongedaanmaking, waaronder vernietiging. Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nr. 708 verklaart de bepaling uitdrukkelijk van toepassing wanneer door prijsfluctuaties de waardeverhouding tussen de prestaties is verstoord.

24 Ik doel op het eerder aangehaalde art. 6:230x lid 4(a) BW.

25 De genoemde bezwaren gelden niet of in mindere mate bij vernietiging van (complexe) bancaire producten die “over-the-counter” aan cliënten worden aangeboden, zoals renteswapovereenkomsten. Een secundaire markt met koersvorming ontbreekt veelal en de beperkingen van art. 2:98 BW zijn niet van toepassing. In twee geruchtmakende arresten heeft het Hof Amsterdam het beroep van de belegger op vernietiging van een renteswapovereenkomst met een bank wegens dwaling gehonoreerd, zie Hof Amsterdam 15 september 2015, JOR 2015/334 m.nt. J.M. Atema en P.F. Hopman (X/ING Bank) en Hof Amsterdam 10 november 2015, JOR 2016/37 m.nt. B.T.M. van der Wiel en J.J.F. Wijnberg (X Vastgoed/ABN Amro Bank). Zulks nadat de Hoge Raad in 2009 nog afwijzend leek te staan tegenover vernietiging wegens dwaling van effectenelaseovereenkomsten, zie HR 5 juni 2009, NJ 2012, 182 m.nt. J.B.M. Vranken, JOR 2009/199 m.nt. C.W.M. Lieverse (De Treek/Dexia); HR 5 juni 2009, NJ 2012, 183 m.nt. J.B.M. Vranken (Levob/Bolle) en HR 5 juni 2009, NJ 2012, 184 m.nt. J.B.M. Vranken, JOR 2009/200 m.nt. C.W.M. Lieverse (Stichting Gedupeerden Spaarconstructie/Aegon).

instelling of de lead manager als gedaagde partij de rechter bij wijze van verweer vragen het hiertoe te leiden. Minder zware middelen zullen er meestal op neerkomen dat de primaire markttransactie in stand blijft, zodat geen teruglevering van effecten hoeft plaats te vinden, en dat de belegger voor geleden nadeel in geld wordt gecompenseerd. In het bijzonder valt te denken aan (1) bij dwaling en bedrog: gehele of gedeeltelijke ontzegging aan de vernietiging van haar werking met toekenning van een geldsom (art. 3:53 lid 2 BW); (2) bij dwaling: prijsvermindering in plaats van vernietiging (art. 6:230 BW); (3) bij tekortkoming: partiële ontbinding (art. 6:265 lid 1 jo. art. 6:270 BW); (4) bij non-conformiteit: partiële ontbinding (art. 7:22 lid 1(a) jo. art. 6:265 lid 1 jo. art. 6:270 BW) of prijsvermindering (art. 7:22 lid 1(b) BW).

De vordering van een belegger in de primaire markt tot *partiële ontbinding* van zijn transactie met de uitgevende instelling houdt 'een evenredige vermindering in van de wederzijdse prestaties in hoeveelheid of hoedanigheid'.²⁶ Indien aan de tekortkoming van het geleverde een bepaalde waardevermindering kan worden gekoppeld, kan de belegger door partiële ontbinding zijn verplichting tot betaling van de koopprijs in gelijke mate verminderen.²⁷ Het teveel betaalde dient na deze partiële ontbinding door de vennootschap te worden terugbetaald. Het terug te betalen bedrag zal in belangrijke mate bepaald worden door de koersdaling die de belegger heeft ondervonden als gevolg van het bekend worden van de werkelijke toestand van de uitgevende instelling. De effecten blijven in handen van de belegger, waardoor de eerder geschetste bezwaren die kleven aan restitutie na algehele ontbinding zich niet voordoen. De wet kent niet de mogelijkheid van *partiële vernietiging*, maar langs de weg van art. 3:53 lid 2 BW kan eenzelfde resultaat worden bereikt.²⁸

In de volgende paragrafen zullen de contractuele acties die de belegger kan instellen achtereenvolgens worden behandeld. In deze paragraaf is de vraag aan de orde in hoeverre de belegger volledig vrij is een keuze te maken tussen de verschillende acties die hem op grond van de wet ter beschikking staan dan wel in hoeverre aan deze vrijheid zekere grenzen zijn gesteld.

In dit verband dient te worden gewezen op het arrest Multi Vastgoed/Nethou van de Hoge Raad.²⁹ Multi Vastgoed heeft zich jegens Nethou contractueel verbonden tot het bouwen en turnkey leveren van een vastgoedproject. Dit project wordt, in strijd met bepaalde garanties, opgeleverd met een aantal tekortkomingen aan de gevelbeplating. Nethou vordert primair nakoming in de vorm van volledige vervanging van de beplating. Multi Vastgoed biedt vervanging van enkele panelen aan met daarbij een gevelonderhoudsprogramma op haar kosten. Ten aanzien van het geschilpunt of Nethou geheel vrij is in haar keuze van de in te stellen vordering overweegt De Hoge Raad als volgt:

'De crediteur is evenwel niet geheel vrij in deze keuze, maar daarbij gebonden aan de eisen van redelijkheid en billijkheid, waarbij mede de gerechtvaardigde belangen van de wederpartij een rol spelen. Zulks komt bijvoorbeeld tot uiting in art. 7:21 BW voor het geval een afgeleverde

26 Art. 6:270 BW.

27 Zie het voorbeeld gegeven door Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nr. 695 sub b.

28 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nr. 698.

29 HR 5 januari 2001, NJ 2001, 79 (Multi Vastgoed/Nethou).

zaak niet aan de koopovereenkomst beantwoordt (...) en er is geen grond uit deze bepalingen af te leiden dat een overeenkomstige regel bij andere gevallen van aflevering van een ondeugdelijke zaak niet behoort te worden gehanteerd. Het in 3.5 overwogene betekent dat in een geval als het onderhavige een afweging dient plaats te vinden van de belangen van de crediteur, Nethou, tegenover die van de debiteur, Multi Vastgoed, met het oog op enerzijds de door Nethou verlangde nakoming en anderzijds de door Multi Vastgoed aangeboden vorm van schadevergoeding.³⁰

De Hoge Raad legt op deze wijze de vrijheid van de crediteur om te kiezen tussen – in dit geval – een actie tot nakoming en een actie tot schadevergoeding tot op zekere hoogte aan banden door te toetsen aan de eisen van redelijkheid en billijkheid door middel van een belangenafweging. Hijma breidt dit principe uit door te stellen dat onder omstandigheden de redelijkheid en billijkheid van art. 6:248 lid 2 BW de dwalende partij kan blokkeren in een keuze voor ‘de zware sanctie der algehele vernietiging’.³¹

In een andere richting wijst het – in de literatuur bekritiseerde – arrest van de Hoge Raad inzake Mol c.s./Meijer Beheer. Deze uitspraak wijst het principe dat van de ontbindingsbevoegdheid terughoudend gebruik moet worden gemaakt uitdrukkelijk af. De vrijheid van de crediteur om voor ontbinding te kiezen gaat niet verloren en wordt in beginsel niet beperkt doordat er een voor de debiteur minder bezwaarlijk alternatief ter beschikking staat. Voor de werking van redelijkheid en billijkheid is in dit geval slechts een beperkte ruimte opengelaten, aldus de Hoge Raad.³²

Welke boodschap volgt nu uit het bovenstaande voor de teleurgestelde primaire-markt belegger? Wordt hij in zijn keuzevrijheid tussen verschillende acties beperkt door de redelijkheid en billijkheid (Multi Vastgoed/Nethou; Hijma; voorstanders van de leer van ‘het redelijk alternatief’) of niet (Mol c.s./Meijer Beheer)? Het arrest Multi Vastgoed/Nethou is bijna een jaar na het arrest Mol c.s./Meijer Beheer geweest, hetgeen een aanwijzing kan vormen voor een mogelijke terugkeer van de Hoge Raad op zijn schreden. De leer van het redelijk alternatief zou in die gedachtegang het primaat hebben.

Daarnaast is op de kapitaalmarkt sprake van een bijzondere omstandigheid die in de genoemde jurisprudentie en in het debat in de literatuur daarover geen rol speelt. De vraag welke acties de belegger tot zijn beschikking heeft raakt niet alleen de belangen van zijn contractuele wederpartij (uitgevende instelling, verkopende aandeelhouders of lead manager), maar ook die van andere marktpartijen waaronder in de eerste plaats zijn medebeleggers in de uitgevende instelling. Ik verwijs daarvoor naar de hierboven geschetste marktgerelateerde gevolgen van ongedaanmaking van (substantiële) emissies van effecten: *overhang*, verminderde liquiditeit en neerwaartse koersdruk.³³ Enigszins paradoxaal kan dan ook worden gesteld dat een (te) ruime vernietigings- of ontbindingsbevoegdheid van de belegger bedenkelijke kanten heeft vanuit de optiek van beleggersbescherming (in de zin van bescherming van de overige, niet bij de actie betrokken,

30 Zie r.o. 3.5 en 3.6. (beide deels geciteerd).

31 Groene Serie Verbintenissenrecht, art. 6:228 BW, aantek. 1.2.7 (J. Hijma); evenzo Asser/Hijma 7-1* 2013, nr. 248.

32 HR 4 februari 2000, NJ 2000, 562 m.nt. J.B.M. Vranken (Mol c.s./Meijer Beheer), r.o. 3.4. Raaijmakers 2002, p. 43, noot 4 verwijst uitvoerig naar literatuur waarin kritiek op dit arrest is gegeven en waarin de leer van ‘het redelijk alternatief’ wordt verdedigd.

33 Zie par. 16.2.1.

beleggers die met een problematisch aandeel achterblijven). Ik acht verdedigbaar dat het zonder noodzaak grijpen naar het wapen van algehele vernietiging of ontbinding door beleggers in een beursgenoteerde vennootschap onder omstandigheden in strijd kan zijn met de vennootschappelijke redelijkheid en billijkheid althans de maatschappelijke zorgvuldigheid van art. 6:162 lid 2 BW welke zij hebben te betrachten, niet alleen jegens de vennootschap zelf maar ook jegens hun mede-beleggers.³⁴

16.3 Beïnvloeding van contractuele acties door de Richtlijn OHP?

In bredere consumentenrechtelijke context is er nog een aspect dat bij het hanteren van contractuele acties aandacht verdient. In veel gevallen zal sprake zijn van samenloop met de Wet OHP. Bezien wij bijvoorbeeld de dwalingsactie ex art. 6:228 e.v. BW. Dwaling is aan de orde wanneer een overeenkomst tot stand komt onder invloed van een onjuiste voorstelling van zaken, welke bij een juiste voorstelling van zaken niet zou zijn gesloten. Van een misleidende handelspraktijk is sprake, wanneer onjuiste of misleidende informatie wordt verstrekt waardoor de consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen dat hij anders niet had genomen (art. 6:193c lid 1 BW). Vaak zullen beide regelingen op hetzelfde feitencomplex van toepassing zijn. De structuur van de beide regelingen is tot op zekere hoogte gelijk. Er is echter een belangrijk verschil: de Wet OHP hanteert een objectieve toets (bepalend is de vraag of de *gemiddelde* consument zou zijn beïnvloed), terwijl de dwalingsregeling uitgaat van een subjectieve toets (bepalend is of de dwalende *in kwestie* met een onjuiste voorstelling van zaken de transactie is aangegaan).³⁵ De objectieve toets van de Wet OHP sluit aan bij de door de rechtspraak ontwikkelde figuur van de maatman-consument: een handelspraktijk is slechts misleidend wanneer deze de redelijk geïnformeerde, omzichtige en oplettende consument misleidt of kan misleiden.³⁶ Waar de zwak begaafde of onwetende consument zijn eigen onwetendheid niet mag aanvoeren bij een beroep op de Wet OHP, kan hij dat wel doen bij een beroep op dwaling. Daar geldt immers de subjectieve toets. De dwalingsregeling biedt deze consument derhalve een betere bescherming dan de richtlijn OHP. Hoe verhouden de beide regelingen zich tot elkaar wanneer zij in geval van samenloop cumulatief van toepassing zijn? Op het eerste gezicht lijkt de Wet OHP te prevaleren. Bedacht moet immers worden dat deze gebaseerd is op een richtlijn die uitgaat van maximum harmoni-

34 In vennootschapsrechtelijke context geldt weliswaar als uitgangspunt dat de aandeelhouder zijn eigen belang mag nastreven. De enkele omstandigheid dat de behartiging daarvan schade toebrengt aan de belangen van andere aandeelhouders doet zijn handeling niet in strijd met de vennootschappelijke redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW zijn. Zie Van der Heijden/Van der Grinten 2013, nr. 172.4. Bij een beursvennootschap geldt als bijzonderheid dat door algehele vernietiging of ontbinding van een (omvangrijke) primaire markttransactie de markt in de betreffende aandelen langdurig wordt verstoord. Dat kan m.i. met zich brengen dat algehele vernietiging of ontbinding maatschappelijk onbetamelijk is.

35 In de bewoordingen van Verkade 2009, p. 79: 'Bij de beoordeling van een beroep op deze wilsgebreken pleegt rekening te worden gehouden met de individualiteit van de betrokkene (...), hetgeen (...) niet congrueert met de in afdeling 6.3.3A tot maatman genomen 'gemiddelde consument (...)'

36 HvJEG 16 juli 1998, C-210/96, NJ 2000, 374, m.nt. D.W.F. Verkade bij NJ 2000, 375 (Gut Springenheide); HR 30 mei 2008, NJ 2010, 622 m.nt. J.B.M. Vranken; JOR 2008/209 m.nt. B.J. de Jong (De Boer c.s./TMF Financial Services); HR 27 november 2009, NJ 2014, 201 m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43 m.nt. K. Frielink (World Online). Zie ook considerans (18) Richtlijn OHP; Kamerstukken II 2006-2007, 30 928, nr. 3, p. 14.

satie en daarmee haar beschermingsniveau als het ware opdringt aan andere privaatrechtelijke figuren in gevallen waarin zich een oneerlijke handelspraktijk voordoet.

Een aanwijzing in tegengestelde richting kan worden ontleend aan art. 3 lid 2 Richtlijn OHP. Op grond van deze bepaling laat de richtlijn het verbintenissenrecht en in het bijzonder de regels betreffende de geldigheid, opstelling en rechtsgevolgen van contracten, onverlet. Naar de letter pleit dit voor een volle werking van de bestaande dwalingsregeling, inclusief de subjectieve toets. Daardoor zou de maximum harmonisatie van de Richtlijn OHP worden doorbroken. Er lijkt sprake te zijn van een spanningsveld tussen enerzijds het beginsel van maximum harmonisatie en anderzijds art. 3 lid 2 Richtlijn OHP. Hoe moet hiermee in de praktijk worden omgegaan?

Grofweg kunnen twee benaderingen worden onderscheiden. De eerste benadering wordt gevolgd door Schaub en Verkade. Zij bepleiten een zodanige interpretatie, dat een beroep op dwaling mogelijk blijft maar dat de bescherming van art. 6:228 BW niet verder kan gaan dan de door de Richtlijn OHP geboden bescherming teneinde het beginsel van maximum harmonisatie niet te ondergraven. Ik begrijp dit pleidooi aldus, dat de consument die zich op dwaling beroept zal moeten aantonen dat de hem verstrekte informatie een onjuiste voorstelling van zaken veroorzaakt of kan veroorzaken bij de *gemiddelde* – en niet zozeer bij hemzelf als *individuele* – consument. Ook de zwak begaafde consument zal zich derhalve bij een beroep op dwaling aan de objectieve toets van de Richtlijn OHP moeten onderwerpen.³⁷ De dwalingsregeling wordt dan niet geheel buiten werking gesteld, maar (slechts) ingevuld met de objectieve toets van de Wet OHP. Daarmee wordt toch nog in zekere mate recht gedaan aan art. 3 lid 2 Richtlijn OHP. Dat dit in bepaalde gevallen tot een verlaging van het beschermingsniveau van art. 6:228 BW leidt, wordt op de koop toegenomen. Schaub acht deze gedachtegang niet alleen van belang voor toepassing van de dwalingsregeling, maar ook voor andere wilsgebreken en voor niet-nakoming en non-conformiteit.³⁸

Een andere benadering zou zijn, om art. 3 lid 2 Richtlijn OHP te zien als hetzij (1) een beperking van het toepassingsgebied van de richtlijn (te weten tot het consumentenrecht, zodat het algemene verbintenissenrecht erbuiten valt) hetzij (2) een indicatie dat de Richtlijn *binnen* zijn toepassingsgebied het onderwerp van de oneerlijke handelspraktijken niet uitputtend regelt.³⁹ In beide gevallen is er nog plaats voor nationale regels die niet onder de maximum harmonisatie vallen. De dwalingsregeling zou dan, inclusief haar subjectieve toets, als gebruikelijk toepassing kunnen vinden in OHP-situaties. De sub (2) bedoelde benadering wordt in haar algemeenheid ondersteund door de volgende observatie van Wissink in zijn dissertatie:

37 Schaub 2011, par. 5 en 6; Verkade 2011a, p. 10-11.

38 Schaub 2011, par. 6.

39 Zie voor het onderscheid tussen uitputtende harmonisatie (de vraag naar de *omvang* van harmonisatie: bezet de richtlijn het hele toepassingsgebied?) en maximum harmonisatie (de vraag naar de *methode* van harmonisatie: verplicht de richtlijn tot een bepaald beschermingsniveau?) bijv. Hesselink 2009, par. 3.5 en 3.6; Asser/Hartkamp 3-1* 2015, nr. 178.

‘(...) [dat] de richtlijnen op het terrein van het vermogensrecht in het algemeen niet de pretentie [hebben] bepaalde onderwerpen uitputtend te regelen. Zij beogen specifieke doeleinden te bereiken en bevatten de daartoe benodigde bepalingen. (...) Het gegeven dat een bepaalde rechtsverhouding door een richtlijn wordt bestreken, wil dus nog niet zeggen dat alle aspecten van die verhouding door de richtlijn worden geregeld. Op sommige punten geldt uitsluitend het ‘gewone’ nationale recht. Wel moet ervoor gewaakt worden dat toepassing daarvan niet de door de richtlijn wél geregelde onderwerpen doorkruist.’⁴⁰

Dat de Richtlijn OHP niet beoogt alle aspecten van de rechtsverhouding tussen de oneerlijke handelende ondernemer en de consument te regelen, lijkt moeilijk te betwisten. De richtlijn bevat in essentie een verbod op oneerlijke handelspraktijken (art. 5), een definitieapparaat (art. 2), aanvullende bepalingen om een oneerlijke handelspraktijk vast te stellen (art. 6 t/m 9), een globale bewijslastregeling (art. 12) en de opdracht aan de lidstaten om de richtlijn doeltreffend te handhaven (art. 11 t/m 13). De vraag welke rechtsgevolgen aan het verrichten van een oneerlijke handelspraktijk moeten worden verbonden – bijv. nakoming, schadevergoeding, ontbinding, vernietiging of een strafrechtelijke of administratieve sanctie – wordt geheel ter beantwoording aan de lidstaten gelaten. De Richtlijn OHP voorziet naar mijn mening dan ook niet in uitputtende harmonisatie en vormt daardoor technisch gesproken geen beletsel voor toepassing van de dwalingsregeling inclusief de subjectieve toets in OHP-situaties. Toegegeven moet echter worden, dat een dergelijke benadering tot gevolg heeft dat het gebied van de oneerlijke handelspraktijken, in het bijzonder voor wat betreft de rechtsgevolgen en de beschikbare acties in rechte, ook binnen de context van het nationale recht een verbrokken beeld zal blijven opleveren. Mocht men dit gevoelsmatig niet kunnen rijmen met het beginsel van maximum harmonisatie, dan verdient de hierboven uiteengezette oplossing van Verkade en Schaub de voorkeur. Uiteindelijk zal het Europese Hof zich over deze kwestie, die voor meerdere consumentenrichtlijnen en hun verhouding tot het privaatrecht van belang is, moeten uitspreken.

16.4 Dwaling

16.4.1 *Dwaling t.a.v. het prospectus*

Als een voor de hand liggende weg voor de belegger om, anders dan op basis van onrechtmatige daad, te ageren tegen de lead manager, de uitgevende instelling en de verkopende aandeelhouders springt het leerstuk van dwaling in het oog. In een van de procedures naar aanleiding van de beursgang van World Online is door

40 Wissink 2001, p. 25-26.

beleggers daadwerkelijk een beroep op dwaling beproefd.⁴¹ In de literatuur is een lans gebroken voor het bewandelen van de dwalingsroute door *Van der Velden en Sinninghe Damsté*.⁴²

Een geslaagd beroep op dwaling door beleggers zal moeten voldoen aan de vereisten van art. 6:228 BW. Allereerst betekent dit, dat sprake moet zijn van een overeenkomst waarbij de belegger partij is en van een contractuele wederpartij. De dwalingsactie heeft dan ook alleen potentie voor beleggers in de primaire markt, die effecten verwerven op basis van een overeenkomst met de uitgevende instelling en/of de verkopende aandeelhouders dan wel de lead manager. Voor beleggers die (via de handelssystemen van de beurs) effecten verwerven in de secundaire markt staat een beroep op dwaling naar mijn mening niet open. Hun wederpartij blijft anoniem.⁴³

Voor toepasselbaarheid van art. 6:228 BW dient sprake te zijn van een inschrijving door een belegger op een emissie uitgaande van een onjuiste voorstelling van zaken bij hemzelf (subjectieve toets). Tussen deze onjuiste voorstelling van zaken en het aangaan van de overeenkomst dient causaal verband te bestaan. Daarvoor is vereist, dat de overeenkomst bij een juiste voorstelling van zaken niet of niet op dezelfde voorwaarden zou zijn gesloten.⁴⁴ Als gevolg van dit vereiste moeten de feiten waaromtrent wordt gedwaald een zeker materialiteitsgehalte hebben.

In art. 6:228 lid 1 sub (a), (b) en (c) wordt – verschillend geformuleerd – als extra vereiste voor een beroep op dwaling gesteld, dat het voor de wederpartij duidelijk moest zijn dat het aanwezig zijn van de betreffende eigenschap voor de dwalende van beslissende betekenis was voor het al dan niet aangaan van de overeenkomst. Met andere woorden, de essentialiteit daarvan moet voor de wederpartij kenbaar zijn. Gesproken wordt dan ook van het kenbaarheidsvereiste.⁴⁵

41 Stichting Lipstick Effect en enkele individuele beleggers zetten in op vernietiging wegens dwaling dan wel ontbinding wegens tekortkoming van hun koopovereenkomst in de primaire markttransactie met ABN AMRO als underwriter. De vordering treffen in twee instanties geen doel, deels omdat sommige eisers de effecten niet van ABN AMRO hadden verworven, deels omdat het prospectus niet misleidend werd geoordeeld. De stichting wordt in haar vorderingen niet-ontvankelijk verklaard. De Rechtbank oordeelt in dat verband, dat een beroep op dwaling zich niet leent voor een collectieve actie, omdat het blijkens art. 6:228 BW gaat om een voorstelling van zaken bij een individuele persoon, zodat niet wordt voldaan aan het criterium van gelijksoortigheid van belangen van art. 3:305a lid 1 BW. In hoger beroep komt dit aspect niet aan de orde. Zie Rb. Amsterdam 7 mei 2003, JOR 2003/174 m.nt. K. Frielink en Hof Amsterdam 7 oktober 2004, JOR 2004, 329 (Stichting Lipstick Effect). Zie ook Vletter-van Dort 2003.

42 Van der Velden 1997 en 2003; Sinninghe Damsté 2010.

43 Enigszins gekunsteld zou nog kunnen worden betoogd dat art. 6:228 BW analogisch kan worden toegepast op een in dwaling aan de broker gegeven kooporder die aan de basis staat van de secundaire markttransactie; zie par. 15.2.2. In de parlementaire geschiedenis wordt de mogelijkheid van vernietiging van eenzijdige rechtshandelingen wegens dwaling uitdrukkelijk open gelaten, zie Parlementaire Geschiedenis Boek 3 BW, p. 222. Een dergelijk betoog lijkt af te stuiten op het feit dat de dwaling niet is te wijten aan een onjuiste of onvolledige mededeling van de broker als ‘wederpartij’ van de belegger in de zin van art. 6:228 lid 1(a) of (b). Het feit dat het prospectus, dat afkomstig is van de uitgevende instelling, misleidende informatie bevat dient naar mijn mening in de verhouding tussen belegger en broker op basis van verkeersopvattingen voor rekening van eerstgenoemde te komen. De broker voert de kooporder immers uit voor rekening van de belegger. Vergelijk HR 10 januari 1992, NJ 1992, 606 m.nt. M.M. Mendel (Gemeente Maastricht/Taxi Centrale), r.o. 3.4 waar de Hoge Raad een beroep op dwaling ten aanzien van een eenzijdige rechthandeling laat afstuiten op de verkeersopvattingen.

44 De aanhef van art. 6:228 BW spreekt slechts van ‘niet zou zijn gesloten’. Dit criterium mag blijkens de parlementaire geschiedenis ruimer worden uitgelegd. Zie Parlementaire Geschiedenis Boek 6 BW, p. 901.

45 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2014, nr. 227, waar erop wordt gewezen dat het vereiste niet luidt, dat de dwaling zelf voor de wederpartij kenbaar is. Het gaat om het gewicht van de betreffende eigenschap. Verkade legt een verband tussen het kenbaarheidsvereiste bij dwaling en het misleidingsbegrip van afdeling 6.3.3A/6.3.4 BW door te stellen dat het in beide gevallen ‘voor het aangaan van de transactie beslissende, althans bepalende factoren’ betreft. Verkade 2011, p. 40-41.

Zowel het dwalingsbegrip als het kenbaarheidsvereiste is subjectief getint. Beide begrippen gaan uit van de dwalende *in kwestie* en van een setting waarin deze voorafgaand aan contractsluiting *individueel* contact met zijn wederpartij heeft. Dit laatste is nu juist bij een emissie op de kapitaalmarkt niet aan de orde voor de particuliere belegger. Deze treedt immers niet in contact met de uitgevende intelling of de lead manager, maar schrijft in bij zijn commissionair afgaande op *collectief* verstrekte informatie in de vorm van het prospectus. In een dergelijke setting lijkt de individuele voorstelling van zaken die de consument-belegger zich vormt van minder groot belang te zijn. Belangrijker is, hoe de prospectusinformatie op het beleggend publiek als geheel overkomt, tot hetwelk zij zich immers richt. Ook toepassing van een individueel ingekleurd kenbaarheidsvereiste leidt tot vragen. Hoe kan voor de uitgevende instelling en de lead manager kenbaar zijn welke eigenschappen wel en welke niet essentieel zijn voor (elk van) de particuliere beleggers die inschrijven? Kortom, een zuivere toepassing van de individueel gekleurde dwalingsregeling van art. 6:228 e.v. BW lijkt in de collectieve setting van een kapitaalmarkttransactie problematisch te zijn.⁴⁶

Hoe met deze problematiek om te gaan? Het categorisch uitsluiten van de dwalingsactie als wapen voor de particuliere belegger op de kapitaalmarkt zou naar mijn mening een (te) drastische stap zijn. Op dit punt aangekomen, dient zich de voor het consumentenrecht ontwikkelde tussenweg van Schaub en Verkade als mogelijke oplossing aan.⁴⁷ In hun visie zou de consument-belegger die zich op dwaling beroept aan moeten tonen dat het prospectus een onjuiste voorstelling van zaken veroorzaakt of kan veroorzaken bij de *gemiddelde* belegger. Zijn eigen voorstelling van zaken als individuele belegger is minder van belang. Dit komt neer op vervanging van de *subjectieve* toets van de dwalingsregeling door een *geobjectiveerde* maatstaf. In de specifiek op de kapitaalmarkt gerichte literatuur is deze benadering bepleit door Frielink en Sinninghe Damsté.⁴⁸ Deze benadering heeft mijn sympathie. Zij sluit aan bij de praktische realiteit van een openbare emissie op de kapitaalmarkt en de betrekkelijke anonimiteit waarin deze zich afspeelt. Zonder de dwalingsregeling te objectiveren zou deze voor de particuliere belegger van tamelijk geringe waarde zijn.⁴⁹ Dit spoort niet met de bedoeling van de wetgever, die bij het uitvaardigen van de Wet OHP duidelijk heeft gemaakt dat aan de dwalingsregeling een belangrijke rol blijft toekomen in het kader van consumentenbescherming.⁵⁰ Ook het tegengaan van verwatering van de door de Richtlijn OHP beoogde maximum harmonisatie pleit voor toepassing van een objectieve toets.⁵¹ Tenslotte opent objectivering van de dwalingsre-

46 Dit wordt anders wanneer de uitgevende instelling of de lead manager de transactie uit de anonimiteit trekt door contact te zoeken met individuele beleggers. Zie par. 15.3.2 en de daar besproken uitspraak Hof Den Haag 16 maart 2004, JOR 2004/197 m.nt. T.M. Stevens (Consolidated Finance/Orcio).

47 Zie par. 16.3.

48 Noot Frielink sub 9 bij Rb. Amsterdam 7 mei 2003, JOR 2003/174 (Stichting Lipstick Effect e.a./ABN AMRO); Sinninghe Damsté 2010, p. 83-84.

49 Sinninghe Damsté 2010, p. 83, wijst in dat verband op het probleem voor de belegger om te bewijzen dat hij zelf bij aankoop uitging van een onjuist voorstelling van zaken. Daarnaast volgt uit het voorgaande dat toepassing van een subjectief kenbaarheidsvereiste aan toepassing van de dwalingsregeling in de weg kan staan.

50 Zie Verkade 2009, p. 80, die tal van passages uit de parlementaire geschiedenis van de Wet OHP aanhaalt waaruit dit blijkt. In zijn voorwoord bij de tweede druk (Verkade 2016), die verscheen na de inwerkingtreding op 13 juni 2014 van art. 6:193j lid 3 BW, stelt Verkade dat laatstgenoemde bepaling 'het belang van de andere vanouds bekende BW-leerstukken waarop een misleide consument een beroep kan doen, heeft doen verbleken'.

51 Zie eveneens par. 16.3.

geling de weg naar een collectieve vernietigingsactie, welke de wetgever bij invoering van 3:305a BW uitdrukkelijk mede op het oog had.⁵²

Met gekwalificeerde beleggers is, anders dan met particuliere beleggers, doorgaans wel individueel contact voorafgaand aan de emissie. Toepassing van het kenbaarheidsvereiste binnen die categorie kan tot gedifferentieerde behandeling leiden. Bijvoorbeeld, op basis van specifieke vragen gesteld door gekwalificeerde belegger A kan voor de uitgevende instelling kenbaar zijn dat voor A bepaalde eigenschappen essentieel zijn, terwijl deze zelfde eigenschappen voor belegger B minder gewicht in de schaal kunnen leggen. A zal zich dan ter zake eerder op dwaling kunnen beroepen dan B.

Vernietiging kan niet worden gegrond op een dwaling die in verband met de aard van de overeenkomst, de in het verkeer geldende opvattingen of de omstandigheden van het geval voor rekening van de dwalende behoort te blijven, zo bepaalt art.6:228 lid 2 BW. Hartkamp en Sieburgh geven aan dat lid 2 een *risico*-afweging met zich brengt aan de hand van de verkeersopvatting. Het resultaat in het concrete geval wordt bepaald door de aard van de overeenkomst en de omstandigheden van het geval.⁵³

Wanneer de belegger in dwaling is gebracht door een onjuiste mededeling of omissie in het prospectus waarvan de lead manager op de hoogte is of behoort te zijn, moet worden aangenomen dat de verkeersopvatting voorschrijft dat de dwaling *niet* voor rekening van de belegger blijft. Het tweede lid van art. 6:228 BW blijft buiten toepassing, de belegger kan vernietigen. Zulks met het oog op het garantiekaracter van prospectusinformatie (aard van de overeenkomst) en de kwade trouw van de lead manager, die bovendien een professionele partij is (omstandigheden van het geval). Dit resultaat loopt parallel met een mogelijk in dezelfde situatie in te stellen onrechtmatige daadsactie strekkende tot schadevergoeding. Ook in dat geval zal de belegger die ageert tegen de bewust misleidende lead manager in het gelijk worden gesteld. De lead manager is dan aanprakelijk op basis van schuld.

Maar wanneer de lead manager, na het verrichten van adequaat due diligence onderzoek, *niet* van de onjuistheid of omissie op de hoogte is en dus te goeder trouw handelt, is daarmee nog niet gegeven dat de dwaling voor rekening van de belegger komt. De door lid 2 voorgeschreven risicoafweging is in dat geval gecompliceerder. Tegenover de goede trouw van de lead manager staan immers nog steeds (1) het garantiekaracter van feitelijke mededelingen in het prospectus die deel uitmaken van de koopovereenkomst (aard van de overeenkomst); (2) het verschil in deskundigheid tussen de lead manager en de (particuliere) belegger en (3) de onderzoekspllicht en -mogelijkheden van de lead manager als verkoper tegenover het gebrek daaraan bij de (particuliere) belegger als koper (omstandigheden van het geval). De jurisprudentie bevat aanwijzingen dat in ieder geval een verschil in deskundigheid tussen partijen een omstandigheid is die ertoe kan leiden dat de dwaling voor rekening van de deskundige partij dient te komen, in dit

52 Zie daarover meer uitgebreid par. 16.10.

53 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nrs. 241 en 245.

geval de lead manager.⁵⁴ Mocht de rechter in een dergelijk geval inderdaad zo oordelen, dan zouden de acties uit dwaling en onrechtmatige daad in deze situatie uiteen gaan lopen. Wegens afwezigheid van *schuld* van de lead manager – deze heeft immers voldoende due diligence onderzoek uitgevoerd – zou aansprakelijkheid uit onrechtmatige daad ontbreken, terwijl de *risico*-afweging van art. 6:228 lid 2 BW ertoe zou kunnen leiden dat de belegger in de primaire markt de koopovereenkomst toch kan vernietigen. De *due diligence defence*, die de lead manager in een onrechtmatige daadsactie als *schuldverweer* van aansprakelijkheid bevrijdt, zou hem in een dwalingsactie geen afdoende *risicoverweer* onder art. 6:228 lid 2 BW opleveren.⁵⁵ Betoogd zou kunnen worden dat dit in een emissie op de kapitaalmarkt niet wenselijk is, omdat (te grote) ongelijkheid ontstaat tussen de rechtspositie van beleggers in de primaire en in de secundaire markt. Beleggers in de primaire markt kunnen dan immers onder omstandigheden succesvol ageren uit hoofde van dwaling, terwijl aan beleggers in de secundaire markt noch een actie uit dwaling noch uit onrechtmatige daad ter beschikking zou staan. Deze ongelijkheid kan worden vermeden door in de gegeven situatie ofwel de lead manager toch uit onrechtmatige daad aansprakelijk te houden op basis van verkeersopvattingen (garantiekarakter van het prospectus; deskundigheid)⁵⁶ ofwel de verkeersopvatting van art. 6:228 lid 2 BW zodanig te laten uitwerken dat de verrichte due diligence (omstandigheden van het geval) de belegger een beroep op dwaling en vernietiging ontnemt.

16.4.2 Vernietiging of prijsvermindering

De meest vergaande actie die de in dwaling verkerende belegger kan instellen is de actie tot vernietiging ex art. 6:228 BW. Na een succesvolle vernietigingsactie dient restitutie van de wederzijdse prestaties plaats te vinden. In het voorgaande is reeds uiteengezet welke bezwaren hieraan kleven, in het bijzonder bij een openbare emissie op de kapitaalmarkt. Gewezen is op aanwijzingen in literatuur en jurisprudentie dat van de belegger verwacht mag worden dat hij kiest voor een redelijk alternatief.⁵⁷ Dit kan gelegen zijn in een verzoek aan de rechter ex art. 3:53 lid 2 BW om aan de vernietiging haar werking te ontzeggen, waarna de rechter aan de belegger een uitkering in geld kan toekennen. Het verzoek kan zowel door de belegger als – bij wijze van verweer – door de uitgevende instelling of de lead manager als contractuele wederpartij worden gedaan.

Daarnaast voorziet de dwalingsregeling in een eigen bijzondere actie die minder ver gaat dan vernietiging. Daarmee kan een soortgelijk resultaat worden bereikt als met art. 3:53 lid 2 BW. Gedoeld wordt op de mogelijkheid voor de uitgevende instelling en de lead manager als wederpartij van de dwalende belegger om tijdig voor te stellen of de rechter te verzoeken om de gevolgen van de over-

54 Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nr. 244-245; Chao-Duivis 1996, p. 304. Dit geldt met name vs. de particuliere belegger. In het geval van de gekwalificeerde belegger gelden de omstandigheden (2) en (3) niet of in mindere mate.

55 Hartkamp en Sieburgh lijken te aanvaarden dat de acties uit dwaling en onrechtmatige daad niet gelijk op hoeven te lopen. Dit is het geval, wanneer schuld van de wederpartij van de dwalende ontbreekt. Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nr. 640.

56 Zie par. 9.4 voor de mogelijkheid om delictuele prospectusaansprakelijkheid van de lead manager te baseren op verkeersopvattingen.

57 Zie par. 16.2.2.

eenkomst zodanig te wijzigen, dat het nadeel van de belegger wordt opgeheven (art. 6:230 BW). De meest voor de hand liggende wijziging is aanpassing van de koopprijs. Gesteld dat de belegger effecten voor € 80 heeft gekocht en dat aanneemelijk is dat hij bij een juiste voorstelling van zaken slechts € 50 zou hebben betaald. In de periode na aankoop is de koers gedaald tot € 40, waarvan € 30 te wijten is aan het bekend worden van de werkelijke situatie en € 10 aan een algemene daling van de markt. Vernietiging met restitutie van wederzijdse prestaties zou de uitgevende instelling of de lead manager een verplichting tot restitutie van € 80 en tot het terugnemen van de effecten opleveren. Op voorstel of verzoek van laatstgenoemden kan de overeenkomst in die zin worden gewijzigd, dat de koopprijs wordt verminderd tot € 50. De verplichting tot restitutie van de uitgevende instelling of de lead manager wordt daardoor beperkt tot € 30. De koersdaling van € 10 wegens marktomstandigheden blijft voor rekening van de dwalende belegger, die in het bezit blijft van de effecten.

De rechter heeft bij het toepassen van de nadeelopheffing van art. 6:230 BW een grote beoordelingsruimte.⁵⁸ De uitgevende instelling en de lead manager zouden dan ook in bovengenoemd voorbeeld kunnen proberen de rechter ervan te overtuigen dat het redelijk is dat ook een deel van het nadeel van € 30 voor rekening van de dwalende belegger blijft. Daartoe dienen zij feiten en omstandigheden aan te voeren ten betoge dat de misleiding in het concrete geval deels in de risicosfeer van de belegger behoort te liggen.⁵⁹ Voor de uitgevende instelling lijkt dit moeilijk denkbaar. Zij beschikt per definitie over alle relevante informatie en behoort erop toe te zien dat deze wordt aangeleverd aan de lead manager en door het prospectus wordt gereflecteerd. Gebeurt dit niet of onvoldoende, dan is dit een omstandigheid die de uitgevende instelling, niet de belegger, betreft en voor haar risico dient te komen.⁶⁰ De lead manager die adequaat due diligence onderzoek heeft verricht maar zelf ook is misleid, zou kunnen aanvoeren dat in zijn contractuele verhouding met de belegger de misleiding een ‘externe’ omstandigheid is die niet (uitsluitend) voor zijn risico dient te komen, mede gelet op zijn due diligence inspanning. Er is sprake van wederzijdse dwaling in de zin van art. 6:228 lid 1(c) BW, hetgeen aanleiding zou vormen om het nadeel over beide partijen te verdelen.⁶¹

Wanneer prijsvermindering of een andere wijziging van de gevolgen van de overeenkomst het nadeel van de belegger *niet* kan opheffen, moet worden aangenomen dat de weg van art. 6:230 BW niet begaanbaar is.⁶² Dit zou wellicht het geval kunnen zijn als de dwaling niet de waarde, maar de aard van het gekochte effect of van de uitgevende instelling betreft. Als voorbeeld kan worden genoemd

58 Asser/Hijma 7-I* 2013, nr. 248.

59 Dat het bij nadeelopheffing ex art. 6:230 BW om een risicoafweging gaat blijkt bijv. uit de conclusie van A-G Bakels sub 2.30 bij HR 18 januari 2002, NJ 2002, 106 (Ruinemans/Heijmeijer).

60 Dit spoort met par. 9.3, waar ten aanzien van de te hanteren toerekeningsmaatstaf bij onrechtmatige daad wordt geconcludeerd dat in het geval van de uitgevende instelling sprake is van een ‘naar risico tenderende prospectusaansprakelijkheid’.

61 Het processuele debat in HR 18 januari 2002, NJ 2002, 106 (Ruinemans/Heijmeijer) betreft o.m. de vraag welke verdeelsleutel bij nadeelopheffing in geval van wederzijdse dwaling moet worden gehanteerd. A-G Bakels (conclusie sub 2.30) betoogt dat ‘nu beide partijen dwaalden, het op het eerste gezicht onredelijk voorkomt het risico voor het daardoor teweeggebrachte nadeel meer op de een dan op de ander te leggen’. De Hoge Raad verwerpt echter de opvatting dat bij wederzijdse dwaling de nadeelopheffing van art. 6:230 BW in beginsel volgens een 50/50-verdeling zou moeten plaatsvinden (r.o. 3.12). Dat neemt niet weg dat de geest van het arrest lijkt te zijn dat wederzijdse dwaling *enige* verdeling van het nadeel over partijen wel rechtvaardigt.

62 In die zin Tekst & Commentaar Burgerlijk Wetboek, art. 6:230, aant. 2 (W.L. Valk).

de belegger die kan aantonen dat hij uitsluitend in ondernemingen belegt die actief zijn in *emerging markets*, en die in het kader van een emissie een aandeel koopt in een onderneming die, anders dan wordt voorgespiegeld in het prospectus, in het geheel niet in die markten blijkt te opereren. De belegger zou in dat geval bij een juiste voorstelling van zaken de koopovereenkomst in het geheel niet zijn aangegaan, ook niet op andere voorwaarden (lees: tegen een lagere koopprijs).

Raaijmakers is van mening dat in geval van gebleken waardeverschil na een onderhandse overname een prijsverminderingssactie zonder meer dient te worden toegewezen, omdat er geen rechtvaardiging is voor het feit dat het prijsvoordeel aan de verkoper zou toevallen. Hij noemt als nadeel van het wettelijk systeem dat voor een prijsverminderingssactie ex art. 6:230 lid 2 BW eerst de dwaling moet komen vast te staan. *Raaijmakers* pleit er dan ook voor dat de rechter in beginsel gemakkelijk aanneemt dat sprake is van dwaling, wanneer prijsvermindering – en niet vernietiging – het doel van de actie is.⁶³ Naar mijn mening maakt *Raaijmakers* hierbij ten onrechte geen onderscheid tussen de professionele en de niet-professionele koper. Als deskundige partij zal de professionele koper in het algemeen juist *minder* snel geacht moeten worden in dwaling te verkeren.⁶⁴ Dit dient in het kader van een emissie op de kapitaalmarkt eveneens te gelden voor de gekwalificeerde belegger, die bovendien – anders dan de particuliere belegger – de gelegenheid heeft zich voorafgaand nader te laten informeren. Er lijkt geen goede reden te zijn om hiermee anders om te gaan in het geval waarin de gekwalificeerde belegger ‘slechts’ prijsvermindering – en geen vernietiging – vordert.

Per 1 mei 2003 is in het kader van de non-conformiteitsregeling een zelfstandige prijsverminderingssactie, buiten dwaling, ingevoerd.⁶⁵ Deze kan uitsluitend door de consument-koper, zijnde de particuliere belegger, worden ingesteld. De gekwalificeerde belegger zal derhalve een beroep op prijsvermindering nog steeds moeten baseren op art. 6:230 lid 2 BW. Zijn actie zal aan de vereisten van art. 6:228 BW moeten voldoen.

16.4.3 Bewijslast

De belegger in de primaire markt die zich beroept op een van de dwalingsgevallen van art. 6:228 lid 1(a) of (b) BW zal moeten stellen en zonodig bewijzen (1) dat hij bij het sluiten van de koopovereenkomst uitging van een onjuiste voorstelling van zaken, die (2) het gevolg is van een onjuiste mededeling of een omissie van de wederpartij en (3) een *conditio sine qua non* is geweest voor het aangaan van de overeenkomst op deze voorwaarden.

De elementen sub (1) en (2) betreffen het mogelijk misleidende karakter van mededelingen in het prospectus. Zou de belegger ageren op basis van de afdelingen 6.3.3A/6.3.4 BW, dan keert art. 6:193j lid 1/195 lid 1 BW de bewijslast terzake in zijn voordeel om. Doet de belegger er goed aan deze bewijspositie prijs te geven door te kiezen voor de dwalingssactie? Met name voor de particuliere belegger, die behalve de prospectusinformatie niet over achterliggende gegevens

63 *Raaijmakers* 2002, p. 52-53.

64 Asser-Hijma 7-I* 2013, nr. 236.

65 Art. 7:22 lid 1(b) BW, zie par. 16.7.5.

met betrekking tot de emissie beschikt en geen praktische mogelijkheden tot onderzoek heeft, zal het in de regel problematisch zijn het vereiste bewijs te leveren. Dat maakt de aantrekkelijkheid van de dwalingsroute voor hem op het eerste gezicht twijfelachtig. In de parlementaire geschiedenis van de de Wet OHP lijkt de consument – en daarmee de particuliere belegger – op dit punt de helpende hand te worden geboden. Tijdens de mondelinge behandeling in de Tweede Kamer is door de minister opgemerkt dat toepasselijkheid van de Wet OHP een beroep op wilsgebreken niet uitsluit. Bovendien vindt volgens hem ook bij een beroep op wilsgebreken omkering van de bewijslast ten behoeve van de consument plaats.⁶⁶ *Sinninghe Damsté* bepleit ook op andere gronden omkering van de bewijslast ten behoeve van de particuliere belegger die zich op dwaling beroept.⁶⁷

Evenals het misleidingsbegrip in de Wet OHP, bevat ook het dwalingsbegrip een element van causaliteit: de onjuiste voorstelling van zaken van de dwalende belegger moet het *gevolg* zijn van een onjuiste mededeling of omissie van de wederpartij. De bewijslast van de belegger wordt hierdoor verzaamd. *Sinninghe Damsté* stelt voor om de belegger eveneens op dit punt tegemoet te komen, en wel door uit te gaan van hetzelfde ruime misleidingsbegrip als gehanteerd door de Hoge Raad in het World Online-arrest. Niet vereist is dat de belegger daadwerkelijk heeft kennisgenomen van of daadwerkelijk is beïnvloed door de mededeling, maar slechts dat de onjuistheid of onvolledigheid van de mededeling van voldoende materieel belang is om de maatman-belegger te *kunnen* misleiden. Het gaat er dus om of de mededeling op zichzelf genomen een misleidend karakter heeft.⁶⁸ De bewijslast van de belegger terzake wordt hierdoor aanzienlijk verlicht.

Element sub (3) betreft het causale verband tussen de onjuiste voorstelling van zaken en het daadwerkelijke aangaan van de overeenkomst. Het betreft de *transactie*causaliteit, waarvan de bewijslast in beginsel op de belegger rust. Deze kan daardoor in bewijsnood komen. Door *Sinninghe Damsté* is betoogd dat de particuliere belegger ook hier tegemoet moet worden gekomen. Volgens haar zou de rechter als uitgangspunt moeten nemen dat de koopovereenkomst niet, althans niet onder dezelfde voorwaarden, zou zijn aangegaan wanneer de onjuiste voorstelling van zaken er niet was geweest. Zulks in navolging van het World Online-arrest van de Hoge Raad, waarin dit bewijsvermoeden – in het kader van een vordering ex art. 6:194 BW – met een beroep op art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn is toegepast op het bewijs van het *conditio sine qua non*-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing.⁶⁹

Al met al wil *Sinninghe Damsté* de belegger bij het instellen van een dwalingsactie op diverse punten verregaand in zijn bewijspositie tegemoet komen. Haar pleidooi heeft mijn steun voor zover door de belegger niet het wapen van algehele vernietiging van beurstransacties wordt ingezet. Vernietiging van beurstransacties komen een goede werking van de effectenmarkt niet ten goede en

66 Handelingen S-G II 17 oktober 2007, nr. 14, p. 937-938. Elders in de parlementaire geschiedenis wordt in meer algemene zin de veronderstelling geuit dat met de vaststelling van een oneerlijke handelspraktijk doorgaans tevens zal zijn voldaan aan de voorwaarden voor vernietiging van de overeenkomst (Kamerstukken I 2007-2008, 30 928, nr. E, p. 3).

67 *Sinninghe Damsté* 2010, p. 84.

68 World Online arrest r.o. 4.10.4; *Sinninghe Damsté* 2010, p. 83-84.

69 World Online arrest r.o. 4.11.1-2.; *Sinninghe Damsté* 2010, p. 84-85.

staat op gespannen voet met doelstelling en systematiek van de Prospectusrichtlijn, zoals in het voorgaande werd uiteengezet.⁷⁰

De belegger die zich op dwaling beroept wordt niet belast met enig bewijs van toerekenbaarheid aan de kant van de uitgevende instelling of de lead manager ten aanzien van de onjuistheid of onvolledigheid van het prospectus.⁷¹

Een groot bewijsvoordeel voor de belegger bij het instellen van de dwalingsactie is, dat restitutie en geen schade wordt gevorderd. De belegger heeft daardoor niet met bewijsperikelen omtrent de hoogte van de schade te kampen. Wel kan onder omstandigheden, wanneer de restitutie de door de belegger geleden schade niet volledig dekt, een aanvullende vordering tot schadevergoeding op basis van onrechtmatige daad worden ingesteld.⁷² Dan moet de belegger alsnog zijn schade bewijzen.

16.4.4 *Te bereiken (financieel) resultaat*

Na een dwalingsactie die tot vernietiging van de koopovereenkomst leidt, dient restitutie van de wederzijdse prestaties plaats te vinden. Al eerder werd opgemerkt dat het resultaat van restitutie in bepaalde gevallen voor de belegger financieel gunstiger kan uitpakken dan het voordeel van schadevergoeding uit onrechtmatige daad. Het gaat met name om gevallen waarin, naast waardedaling van de effecten door het aan het licht komen van misleiding, intussen om andere redenen additionele waardedaling heeft plaatsgevonden. Deze redenen kunnen bijvoorbeeld gelegen zijn in het feit dat de uitgevende instelling inmiddels is gefailleerd. Als gevolg van restitutie van de aanvankelijke prestaties komt, behalve de misleiding, ook het daarna ingetreden faillissement van de uitgevende instelling voor rekening van lead manager. Voor bepaalde situaties biedt de wet een correctiemechanisme. Wanneer de uitgevende instelling of de lead manager als verkopende partij aannemelijk kan maken dat de belegger zonder het intreden van het faillissement geen vernietiging zou hebben gevorderd, is de belegger verplicht om door bijbetaling de oorspronkelijke waardeverhouding te herstellen. Daarmee wordt speculatief gebruik van de vernietigingsactie aan banden gelegd.⁷³

Zoals al werd opgemerkt, kan de dwaling van de belegger veroorzaakt zijn door onrechtmatig handelen van de uitgevende instelling of de lead manager. Deze kunnen (verwijtbaar) misleidende informatie hebben verstrekt. Mocht de door de belegger geleden schade, na een succesvolle dwalingsactie gevolgd door restitutie, niet volledig zijn gedekt dan kan hij het ontbrekende vorderen uit hoofde van onrechtmatige daad. De belegger heeft dan recht op vergoeding van het negatieve contractsbelang, dat wil zeggen de schade die hij lijdt ten opzichte van de situatie waarin hij de effecten niet zou hebben gekocht. Het negatieve belang kan bestaan uit geleden verlies (bijvoorbeeld door de belegger gemaakte kosten

⁷⁰ Zie par. 16.2.1.

⁷¹ Vergelijk Vletter-van Dort 2003, waar zij in het kader van de door Stichting Lipstick Effect ingestelde dwalingsactie stelt dat niet vereist is dat ABN AMRO als lead manager een verwijt treft.

⁷² Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nr. 229; Asser-Hijma 7-I* 2013, nr. 249.

⁷³ Zulks op grond van art. 6:278 lid 2 BW. Zie ook par. 16.2.1.

voor beleggingsadvies), maar onder omstandigheden ook uit gedeerde winst (bijvoorbeeld gedeerde hypothetisch rendement op de koopprijs voor de effecten).⁷⁴

Volstaat de belegger met het instellen van een actie tot prijsvermindering ex art. 6:230 lid 2 BW, dan zal hij – naast de bovengenoemde elementen sub (a), (b) en (c) van dwaling – het door hem geleden nadeel moeten stellen en zonodig bewijzen. In dat geval is aannemelijk dat de belegger moet worden gebracht in de situatie waarin hij zou hebben verkeerd als hij niet had gedwaald.⁷⁵ Doorgaans zal het gaan om het verschil tussen de te hoge aankoopprijs voor de effecten en de (gedaalde) koers na het bekend worden van de misleiding.

Verdedigbaar is, dat de belegger onder omstandigheden op basis van art. 6:230 lid 2 BW eveneens het gedeerde hypothetisch rendement op het teveel betaalde kan vorderen, te berekenen over de periode tussen aankoop van de effecten tegen de te hoge prijs en terugbetaling.⁷⁶ Een afzonderlijke actie van de belegger uit onrechtmatige daad, met alle bewijsperikelen van dien, zou in dat geval niet noodzakelijk moeten zijn.

16.5 Bedrog

16.5.1 Bedrog door het prospectus

Voor bedrog is, kort gezegd, vereist dat sprake is van opzettelijk gedane onjuiste mededelingen of het opzettelijk verzwijgen van feiten met het oogmerk een ander tot het verrichten van een bepaalde rechtshandeling te bewegen.⁷⁷ Wanneer een misleidend prospectus wordt uitgebracht, zal slechts in uitzonderingsgevalen sprake zijn van opzet van de uitgevende instelling of de lead manager.

Onder omstandigheden is denkbaar, dat de situatie waarin sprake is van onvoldoende due diligence onderzoek door de lead manager, waardoor deze zelf onkundig is gebleven van de misleiding, uitmondt in bedrog. Opzet van de lead manager tot misleiding is dan weliswaar niet aan de orde, maar wel kan sprake zijn van voorwaardelijk opzet, die ook voldoende kan zijn om bedrog aan te nemen. De lead manager aanvaardt dan willens en wetens de kans dat zijn gedrag een ander misleidt.⁷⁸ Naar mijn mening is niet iedere nalatigheid van de lead manager bij het doen van due diligence onderzoek voldoende om, in geval van achteraf gebleken misleiding, zijn gedrag op basis van voorwaardelijk opzet als bedrog te kwalificeren. Het zal moeten gaan om situaties waarin de lead manager een gereede kans op misleiding aanvaardt, zoals wanneer due diligence geheel

74 Zie voor positief/negatief contractsbelang en de verhouding daarvan tot geleden verlies/gedeerde winst Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013, nr. 26; Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nr. 641. Zie voorts Asser/Hijma 7-I* 2013, nrs. 249 en 467. Gedeerde hypothetisch rendement is als mogelijke schadecomponent geïntroduceerd door De Jong 2010, p. 124.

75 Zie Tekst & Commentaar Burgerlijk Wetboek, art. 6:230, aant. 2 (W.L. Valk). Vollediger is het mijns inziens om te spreken van het positief contractsbelang uitgaande van de situatie waarin de ex art. 6:230 lid 2 gewijzigde overeenkomst van meet af aan tot stand was gekomen.

76 Vergelijk de beschouwingen van Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013, nr. 26, inzake het negatief contractsbelang. Hoewel bij toepassing van art. 6:230 BW geen vernietiging maar (slechts) wijziging van de overeenkomst plaatsvindt, kan gesteld worden dat de belegger in de toestand moet worden gebracht als ware de *oorspronkelijke* overeenkomst niet en de *gewijzigde* overeenkomst van meet af aan tot stand gekomen. De belegger zal dan wel aannemelijk moeten maken dat hij het teveel betaalde op andere wijze winstgevend had belegd.

77 Art. 3:44 lid 3 BW.

78 T&C BW, art. 3:44 BW, aant. 5 (Hijma); Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nr. 252.

achterwege wordt gelaten of wanneer geen of evident onvoldoende diepgaand due diligence onderzoek wordt verricht op een voor de uitgevende instelling sensitief punt. Als voorbeelden kunnen worden genoemd het achterwege laten van due diligence onderzoek op de leningenportefeuille van een financiële instelling of op de benodigde vergunningen van een afvalverwerkingsbedrijf.

De bedrogen belegger handelt met een onjuiste voorstelling van zaken en verkeert daardoor in dwaling. Deze dwaling hoeft niet te voldoen aan de door art. 6:228 BW gestelde vereisten. Dit betekent in het bijzonder dat de uitgevende instelling of de lead manager niet zal kunnen stellen dat de dwaling voor rekening van de belegger behoort te blijven wegens het niet voldoen aan een eigen onderzoekspllicht. Bij bedrog is het de uitgevende instelling of de lead manager zelf die willens en wetens de dwaling van de belegger heeft veroorzaakt. De gevolgen daarvan dienen dan ook voor zijn rekening te komen. Ook hoeft de dwaling op grond waarvan de bedrogen belegger handelt voor de lead manager niet kenbaar te zijn.⁷⁹

Wanneer de beleggingsbeslissing tot stand is gekomen door bedrog van de kant van een derde, kan daarop geen beroep worden gedaan jegens de wederpartij die geen reden had het bestaan ervan te veronderstellen.⁸⁰ In de rechtsverhouding tussen de lead manager enerzijds en de belegger anderzijds geldt de uitgevende instelling als derde. Mocht er sprake zijn van een onjuiste mededeling of een omissie in het prospectus waarvan de lead manager door de uitgevende instelling onkundig is gelaten, dan staat art. 44 lid 5 BW eraan in de weg dat de belegger tegenover de lead manager een beroep op bedrog doet. (Voorwaardelijk) opzet van de lead manager zal in een dergelijk geval ontbreken. De lead manager kan zich derhalve tegenover de belegger op art. 3:44 lid 5 beroepen indien hij de verzwegen onjuistheid of omissie in het prospectus niet kende en in de gegeven omstandigheden ook niet behoorde te kennen.⁸¹

16.5.2 Bewijslast

Opzet van de uitgevende instelling resp. de lead manager zal door de belegger die een actie op basis van bedrog overweegt moeten worden bewezen. Het spreekt voor zich dat deze bewijslast een zware is. In de praktijk zal het erop neerkomen dat de belegger moet aantonen dat bij bepaalde personen, die in het kader van het transactieproces voor de uitgevende instelling of de lead manager hebben gehandeld, de vereiste opzet tot misleiding aanwezig was. Bedrog gepleegd door de vertegenwoordiger van een partij staat gelijk aan bedrog door die partij zelf.⁸² Slaagt de belegger in dit bewijs, dan zal veelal ook sprake zijn van een persoonlijke onrechtmatige daad van de betreffende functionaris jegens de belegger.

Naast opzet dient de belegger ook de misleiding te bewijzen. Deze kan bestaan uit het doen van een onjuiste mededeling dan wel het verzwijgen van enig feit in het prospectus.

⁷⁹ Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nr. 254.

⁸⁰ Art. 3:44 lid 5 BW.

⁸¹ Hijma is van mening dat de formulering 'geen reden hebben' van art. 3:44 lid 5 BW verwijst naar de goede trouw van art. 3:11 BW zie T&C BW, art. 3:44 BW, aant. 7.

⁸² Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nr. 255 met verwijzing naar oudere literatuur en jurisprudentie.

Tenslotte rust op de belegger de bewijslast van causaal verband tussen de misleiding en de door hem genomen beleggingsbeslissing. Als criterium geldt, dat de belegger de overeenkomst niet of niet op dezelfde voorwaarden zou hebben gesloten wanneer het bedrog niet zou hebben plaatsgevonden. Het bedrog moet de belegger hebben bewogen tot het nemen van zijn investeringsbeslissing.

Tegen het bewijstechnisch faciliteren van een vernietigingsactie van de belegger op grond van bedrog, mogelijk met een beroep op de parlementaire geschiedenis van de Wet OHP en het World Online-arrest, zijn dezelfde bezwaren in te brengen als hierboven vermeld bij de dwalingsactie.⁸³

16.5.3 (Partiële) vernietiging en te bereiken (financieel) resultaat

Evenals bij dwaling leidt een succesvolle actie op grond van bedrog tot vernietiging van de koopovereenkomst. De prestaties van beide partijen dienen te worden gerestitueerd. Voor de wijze waarop dit voor de belegger kan uitpakken geldt hetzelfde als hierboven werd opgemerkt in het kader van dwaling.⁸⁴

Een belangrijk verschil met de dwalingsregeling is, dat de uitgevende instelling en de lead manager in geval van bedrog de vernietiging niet geforceerd kunnen afwenden door middel van een voorstel tot nadeelopheffing. Bij dwaling hebben zij daartoe de mogelijkheid op grond van art. 6:230 lid 1 BW. Wel blijft mogelijk dat de rechter op verzoek van een der partijen aan de vernietiging geheel of gedeeltelijk haar werking ontzegt en aan de daardoor benadeelde partij – de belegger – een uitkering in geld toekent. Verwezen wordt naar art. 3:53 lid 2 BW.⁸⁵

16.6 Tekortkoming

16.6.1 Tekortkoming onder het prospectus

In de contractuele benadering wordt een materiële onjuistheid of omissie in het prospectus gezien als een tekortkoming van de uitgevende instelling dan wel de lead manager in zijn contractuele verhouding met de belegger. De feitelijke informatie in het prospectus met betrekking tot de uitgevende instelling en de effecten heeft een garantiekarakter en maakt daardoor deel uit van de contractuele relatie.⁸⁶ Gebleken onjuistheid leidt tot schending van een garantieverplichting.

Bij het doen van een beroep op toerekenbare tekortkoming heeft de belegger de keuze tussen verschillende rechtsgevolgen waarop hij kan aansturen. In theorie zou de belegger een vordering tot nakoming tegen de uitgevende instelling en de lead manager kunnen instellen.⁸⁷ Niet geheel duidelijk is wat een dergelijke vordering in concreto zou moeten inhouden. De belegger heeft immers de aandelen waarop hij heeft ingeschreven ontvangen. Het manco is erin gelegen, dat de

83 Zie par. 16.4.3.

84 Zie par. 16.4.4.

85 Zie ook par. 16.4.2. Asser/Hijma 7-I* 2013, nr. 258, bepleit analoge toepassing van de regeling van nadeelopheffing van de art. 6:230 (dwaling) en 3:54 BW (misbruik van omstandigheden) op bedrog.

86 Zie par. 15.4.

87 Art. 3:296 BW.

onderneming van de uitgevende instelling niet aan de omschrijving van het prospectus voldoet en dat daarmee een garantieverplichting is geschonden. Nakoming zou inhouden dat de feitelijke afwijking van de onderneming van de beschrijving in het prospectus alsnog ongedaan wordt gemaakt. In veel gevallen zal dit niet mogelijk of te kostbaar zijn. In de gevallen waarin een dergelijk herstel wel mogelijk is, blijft de vraag of een inmiddels opgetreden koersdaling daarmee ongedaan kan worden gemaakt. De markt kan immers het vertrouwen in het aandeel hebben verloren.⁸⁸

Een tweede mogelijkheid, die meer voor de hand lijkt te liggen, is dat de belegger vervangende schadevergoeding vordert. Het betreft koersschade die de belegger heeft geleden als gevolg van het feit dat de werkelijke toestand van de uitgevende instelling afwijkt van de toestand zoals beschreven in het prospectus. Een vereiste is, dat de tekortkoming de uitgevende instelling en de lead manager kan worden toegerekend. Toerekening kan plaatsvinden op basis van schuld, wetsbepaling, rechtshandeling of verkeersopvattingen.⁸⁹ Is toerekening op geen van deze gronden mogelijk, dan is sprake van niet-toerekenbare tekortkoming of overmacht. Gelet op de aard van de verbintenis (feitelijke verklaringen in het prospectus die doorgaans een garantiekarakter hebben) zal een beroep door de uitgevende instelling op overmacht in de regel moeten worden gepasseerd. Een beroep van de lead manager op het ontbreken van schuld zal mogelijk kunnen slagen wanneer deze aannemelijk kan maken dat door hem adequaat due diligence onderzoek is verricht (due diligence defence), maar ook dan kan niet worden uitgesloten dat onder omstandigheden toerekening op grond van verkeersopvattingen plaats zal vinden. Voor de rechtseenheid is wenselijk dat tot eenzelfde resultaat wordt gekomen als bij een actie tot schadevergoeding ex art. 6:193a/194 BW.⁹⁰

Tenslotte heeft de belegger de mogelijkheid om zijn overeenkomst met de uitgevende instelling of de lead manager te ontbinden met een beroep op art. 6:265 BW. Anders dan bij de vordering tot vervangende schadevergoeding is niet noodzakelijk, dat de tekortkoming aan de debiteur kan worden toegerekend.⁹¹ Ook als de lead manager een adequaat due diligence onderzoek heeft verricht en er geen sprake is van verwijtbaarheid, kan derhalve ontbinding worden gevorderd.⁹² Toerekenbaarheid is wel vereist wanneer naast ontbinding tevens aanvullende schadevergoeding wordt gevorderd.⁹³ Uit art. 6:265 lid 1 BW volgt dat de tekortkoming van een zodanig gewicht moet zijn, dat ontbinding gerechtvaardigd is. Immateriële onjuistheden of omissies in het prospectus kunnen daarom niet tot een ontbindingsactie leiden. Ontbinding kan door de belegger in rechte worden gevorderd dan wel plaatsvinden door een buitengerechtelijke schriftelijke verklaring.⁹⁴ Na ontbinding ontstaat voor beide partijen een verbintenis tot ongedaanmaking van de ontvangen prestaties.⁹⁵ Dit betekent dat

88 De vordering tot nakoming zal in het onderstaande enigszins worden uitgewerkt bij de behandeling van de acties ex art. 7:21 BW in de context van non-conformiteit; zie par. 16.7.3.

89 Art. 6:74 lid 1 en 6:75 BW.

90 Zie de overwegingen over schuld dan wel risico als grondslag voor prospectuusaansprakelijkheid in par. 9.3 en 9.4.

91 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nr. 678.

92 In gelijke zin Van der Velden 1997, p. 146.

93 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nr. 710.

94 Art. 6:267 BW.

95 Art. 6:271 BW.

de beleggers de aandelen terug moet leveren aan de lead manager en/of de uitgevende instelling en dat laatstgenoemde de inleg van de belegger moeten terugbetalen. De bezwaren die daaraan kleven, in het bijzonder wanneer dit zou leiden tot het terugdraaien van beurstransacties, zijn in het voorgaande reeds in kaart gebracht.⁹⁶ Voor de belegger kan dit onder omstandigheden reden zijn om de minder ver gaande vordering tot *partiële ontbinding* in te stellen.⁹⁷

De mogelijkheid van ontbinding zou in het kader van de inschrijvingsprocedure contractueel kunnen worden uitgesloten. Wanneer de daartoe gebruikte documentatie kan worden gekwalificeerd als algemene voorwaarden, kan een dergelijke uitsluiting van de ontbindingsbevoegdheid door de particuliere belegger op grond van art. 6:236 sub b BW worden vernietigd.

16.6.2 *Bewijslast*

De belegger die op grond van wanprestatie vergoeding van schade door de uitgevende instelling of de lead manager wil vorderen, zal moeten bewijzen dat aan hun kant sprake is van een tekortkoming bestaande uit het feit dat de onderneming of de geleverde effecten op materiële punten niet voldoen aan de omschrijving in het prospectus. Deze tekortkoming is toerekenbaar aan de uitgevende instelling en de lead manager, tenzij zij kunnen aantonen dat deze hen niet kan worden toegerekend op basis van schuld, wetsbepaling, rechtshandeling of verkeersopvattingen. De bewijslast met betrekking tot toerekenbaarheid wordt door de wet dus bij de debiteur, in dit geval de uitgevende instelling en/of de lead manager, gelegd.⁹⁸

16.6.3 *Te bereiken (financieel) resultaat*

Het te bereiken financiële resultaat van een actie van de belegger op grond van toerekenbare tekortkoming is afhankelijk van de door hem gekozen route: vervangende schadevergoeding of ontbinding. Kiest hij voor een actie tot vervangende schadevergoeding, dan vindt begroting daarvan plaats conform afdeling 6.1.10 BW (wettelijke verplichtingen tot schadevergoeding). Deze afdeling beheerst ook de actie tot schadevergoeding uit onrechtmatige daad.

Wordt, in geval van een voldoende materiële tekortkoming, geopteerd voor een vordering tot ontbinding van de koopovereenkomst, dan ontstaan wederzijdse verplichtingen tot ongedaanmaking. De oorspronkelijke koopprijs moet worden terugbetaald aan de belegger en de betreffende effecten moeten worden teruggeleverd aan de uitgevende instelling respectievelijk de lead manager. Evenals restitutie van wederzijdse prestaties na algehele vernietiging, kan ook ongedaanmaking na algehele ontbinding voor de belegger financieel gunstiger uitpakken dan een actie tot schadevergoeding. Dit is in het bijzonder het geval wanneer de effecten in de tussentijd additioneel in waarde zijn gedaald door marktomstan-

96 Zie par. 16.2.1.

97 Zie par. 16.2.2.

98 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-I 2016, nr. 370; Tekst & Commentaar Burgerlijk Wetboek, art. 6:74 BW, aantek. 2.b (M.M. Olthof).

digheden. Herstel van de oorspronkelijke waardeverhouding doordat de belegger moet bijbetalen kan in dat geval op zijn plaats zijn.⁹⁹

16.7 Non-conformiteit

16.7.1 Non-conformiteit t.o.v. het prospectus

De non-conformiteitsregeling is vervat in art. 7:17 e.v. BW. De afgeleverde zaak moet aan de overeenkomst beantwoorden. Dit is niet het geval, wanneer zij, mede gelet op de aard van de zaak en de mededelingen van de verkoper, niet de eigenschappen heeft die de koper op grond van de overeenkomst mocht verwachten.¹⁰⁰ In geval van non-conformiteit staan de koper enkele bijzondere rechtsvorderingen ter beschikking, zoals neergelegd in de art. 7:21 en 7:22 BW.

Alvorens op enkele bijzonderheden van de regeling en de mogelijke betekenis ervan voor de belegger in te gaan, is een tweetal prealabele opmerkingen op zijn plaats. Allereerst heeft de non-conformiteitsregeling uitsluitend betrekking op de overeenkomst van koop en verkoop. In het voorgaande is door mij, conform de heersende leer, het standpunt ingenomen dat in het kader van een kapitaalmarkttransactie zowel de emissie van nieuwe aandelen als de herplaatsing van bestaande aandelen gepaard gaat met een overeenkomst van koop en verkoop.¹⁰¹ In een kapitaalmarkttransactie staat derhalve voor alle verwervende partijen in de *primaire* markt in beginsel een beroep op de non-conformiteitsregeling open.

Voorts beperkt het toepassingsgebied van art. 7:17 BW zich tot *zaken*. Aandelen en obligaties vallen er in eerste instantie buiten. In dit verband is de schakelbepaling van art. 7:47 BW van belang, welke de non-conformiteitsregeling eveneens van toepassing verklaart op vermogensrechten ‘voor zover dit in overeenstemming is met de aard van het recht’. Zowel beursgenoteerde als niet-beursgenoteerde effecten zijn te beschouwen als vermogensrechten.¹⁰² Bij koop van effecten door een consument zijn ook de bepalingen inzake consumentenkoop in beginsel van overeenkomstige toepassing.¹⁰³ De aard van een aandeel, obligatie of ander effect lijkt zich op het eerste gezicht niet tegen analoge toepassing van de regeling te verzetten.

Welke eigenschappen mag de koper op grond van de overeenkomst verwachten? Ten aanzien van aandelentransacties is een oude discussie of uitsluitend de aandelen zelf het object van de koop vormen of ook de onderneming van de rechtspersoon. Wanneer het eerste het geval zou zijn, zou de koper in het geheel geen verwachtingen mogen koesteren ten aanzien van de onderneming en zou hij er in het normale geval alleen van uit mogen gaan dat hij de onbezwaarde eigendom van de aandelen verwerft. *Raaijmakers* heeft in deze discussie duidelijk stelling genomen, in de zin dat hij het conformiteitsvereiste bij aandelentransac-

99 Art. 6:278 lid 2 BW.

100 Art. 7:17 lid 1 en 2 BW.

101 Zie par. 15.2.1.

102 Asser/Hijma 7-1* 2013, nr. 128. In dezelfde zin voor niet-genoteerde aandelen bij een onderhandse overname Raaijmakers 2002, p. 44.

103 Asser/Hijma 7-1* 2013, nr. 129.

ties ook op de onderliggende onderneming van toepassing acht. Het gaat de koper om de onderneming, niet om de aandelen als zodanig. Een andere benadering gaat voorbij aan de realiteit.¹⁰⁴ Ik sluit mij op dit punt bij Raaijmakers aan. Een belangrijke overweging is mijns inziens, dat (bij overnames) een groot deel van de garantiebepalingen in de koopovereenkomst en (bij emissies) het leeuwendeel van het prospectus de onderneming en niet de aandelen betreft. Mede daaruit blijkt dat het partijen in de eerste plaats te doen is om de toestand van de onderneming.

16.7.2 Factoren ter bepaling van (non-)conformiteit

Bij de vraag of de effecten de eigenschappen bezitten die de belegger mocht verwachten, moet op grond van art. 7:17 lid 2 BW *mede* gelet worden op de aard van de zaak en de mededelingen die de verkoper over de zaak heeft gedaan. Deze beide factoren maken deel uit van een gezamenlijke afweging die moet worden gemaakt van *alle* omstandigheden van het geval. Een niet-limitatieve opsomming van mogelijke andere relevante omstandigheden wordt gegeven door *Hijma*, die deze op zijn beurt ontleent aan de parlementaire geschiedenis.¹⁰⁵ Het is de moeite waard om met betrekking tot elk van deze omstandigheden kort na te gaan op welke wijze deze kan meewegen bij het beoordelen van de conformiteit van een aandelenemissie.

a. Aard van de zaak.

Het betreft een vermogensrecht in de vorm van een al dan niet beursgenoteerd aandeel. De waarde daarvan wordt bepaald door de onderliggende onderneming. Juist de aard van de zaak (of beter: de aard van het vermogensrecht) pleit ervoor het conformiteitsvereiste ook toe te passen op de onderliggende onderneming.

b. Hoogte van de prijs.

Details over de waardering en de prijsbepaling van de aandelen worden in het prospectus doorgaans niet gegeven. Specifieke verwachtingen terzake worden derhalve niet gewekt, althans niet expliciet. Wel bevat het World Online-arrest van de Hoge Raad aanwijzingen dat de belegger er in beginsel van uit mag gaan dat de introductieprijs van het aandeel reëel is en dat het prospectus voldoende informatie bevat om de prijs in perspectief te plaatsen. Daarom acht de Hoge Raad het niet vermelden in het prospectus van de veel lagere prijs (dan de introductieprijs) waartegen de aandelen slechts enkele maanden voorafgaand aan de beursgang door de bestuursvoorzitter waren verhandeld misleidend.¹⁰⁶ In de World Online-zaak werd geageerd op basis van onrechtmatige daad, niet van (koop)overeenkomst. Zou men pogen het oordeel van de Hoge Raad in conformiteitstermen om te zetten, dan zou men het wellicht zo kunnen uitdrukken, dat de belegger in zijn gerechtvaardigde verwachting ten aanzien van het realiteitsgehalte van de introductieprijs is beschaamd en dat daarom niet aan het conformiteitsvereiste is voldaan.

104 Raaijmakers 2002, p. 44.

105 Asser/Hijma 7-I* 2013, nr. 335.

106 HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (World Online), r.o. 4.14.1-5.

c. Soort markt.

Met name bij een vervolgemissie is de betrouwbaarheid van de markt een aspect dat het verwachtingspatroon van de belegger kan bepalen. Worden er voorafgaand aan de emissie al aandelen van dezelfde soort verhandeld op een gereglementeerde markt, die in volle omvang is onderworpen aan transparantieverplichtingen en waar gewaakt wordt tegen marktmisbruik, dan mag de belegger ervan uitgaan dat de prijs voor de nieuw uitgegeven aandelen, die doorgaans zal aanknopen bij de beurskoers, een zekere mate van zuiverheid zal hebben en dat daarin alle beschikbare informatie is verwerkt. Bij verwerving van (nog) niet genoteerde aandelen, zoals in het kader van een beursintroductie of een buitenbeurstransactie, is (nog) geen sprake van een markt voor de betreffende aandelen. In die gevallen is deze factor niet bepalend voor de verwachtingen van de belegger, mocht hij een beroep doen op non-conformiteit.

d. Deskundigheid van partijen.

In zijn algemeenheid rust op de professionele koper een zwaardere onderzoekspllicht dan op de particuliere koper. Betoogd kan worden, dat een particuliere koper geen onderzoekspllicht heeft ten aanzien van mededelingen van zijn professionele wederpartij.¹⁰⁷ Dit betekent dat op een particuliere belegger bij een emissie op de kapitaalmarkt in beginsel geen onderzoekspllicht rust terzake van mededelingen afkomstig van de uitgevende instelling en de lead manager, als hij al praktische mogelijkheden tot het doen van onderzoek zou hebben. In het kader van de conformiteitsregeling mag dan ook geen corrigerende werking worden aangenomen van een mogelijke onderzoekspllicht van de particuliere belegger ten aanzien van zijn eigen verwachtingspatroon.

e. Aanvaarding van risico.

De omstandigheden waaronder de koop plaatsvindt kunnen met zich brengen dat door de koper een groter risico wordt aanvaard dan normaal. Geprojecteerd op de belegger die deelneemt aan een emissie op de kapitaalmarkt, zou deze factor betrokken kunnen worden op de risicofactoren die expliciet in het prospectus worden vermeld. De daardoor uitgedrukte risico's – ook voor zover zij ongebruikelijk zijn – worden door de belegger impliciet aanvaard. Verwezenlijking van een of meerdere daarvan, kan in beginsel niet leiden tot een beroep op non-conformiteit.

f. Mededelingen van de verkoper.

Het prospectus bevat mededelingen van de uitgevende instelling en de lead manager die gedaan zijn in de precontractuele fase. Veel van deze mededelingen zijn in hoge mate bepalend voor de verwachtingen van beleggers ten aanzien van de feitelijke toestand van de uitgevende instelling en de waarde van de effecten. Daarmee zijn zij tevens bepalend voor de inhoud van de koopovereenkomst met beleggers in de primaire markt en voor de invulling van het conformiteitsvereiste.¹⁰⁸

107 Zoals al werd betoogd in par. 15.3.1.

108 Zie voor dit alles meer uitgebreid par. 15.5.

16.7.3 *Nakoming: aflevering, herstel of vervanging (art. 7:21 lid 1 BW)*

Art. 7:21 lid 1 BW voorziet in een aantal verschillende vormen waarin de koper nakoming kan vorderen. Hij kan kiezen tussen aflevering van het ontbrekende (lid 1(a)), herstel van het afgeleverde (lid 1(b)) en vervanging van het afgeleverde (lid 1(c)). Tegelijkertijd beperkt art. 7:21 BW de mogelijkheid tot het instellen van deze rechtsvorderingen op een aantal manieren. Herstel kan slechts worden gevorderd als de verkoper hieraan redelijkerwijs kan voldoen. Vervanging kan niet worden gevorderd als de afwijking van het overeengekomene te gering is om vervanging te rechtvaardigen. Voor de consument zijn deze drempels iets lager gemaakt doordat art. 7:21 lid 4 BW bepaalt dat bij een consumentenkoop de koper slechts dan geen herstel of vervanging kan vorderen als dit onmogelijk is of van de verkoper niet gevegd kan worden. Dit laatste is het geval, wanneer de kosten van herstel of vervanging in geen verhouding staan tot de kosten van uitoefening van een ander recht of een andere vordering die de koper toekomt (lid 5).

De toepassing van art. 7:21 BW op aandelentransacties is enigszins gewrongen, zoals Raaijmakers heeft geïllustreerd in het kader van de onderhandse overnamepraktijk. Hij noemt als voorbeelden het tekortschieten van het eigen vermogen van de onderneming in vergelijking met de gegarandeerde balans en het niet goed functioneren van bepaalde bedrijfsactiva. Vervolgens vraagt hij zich af of de verkoper in dergelijke gevallen de verplichting heeft het ontbrekende deel van het eigen vermogen bij te passen (aflevering van het ontbrekende) en de niet goed functionerende bedrijfsactiva te herstellen (herstel van de afgeleverde zaak). Raaijmakers beantwoordt deze vragen bevestigend, maar wel onder voorwaarde dat de betreffende afwijking de waarde of de winstcapaciteit van de onderneming substantieel aantast. Wanneer geen sprake is van een zekere materialiteit van de afwijking, kan niet van non-conformiteit worden gesproken. Ook mag het criterium van het arrest van de Hoge Raad inzake Multi Vastgoed/Nethou¹⁰⁹ niet uit het oog worden verloren: wanneer aflevering of herstel voor de verkoper aanzienlijk bezwaarlijker is dan prijsvermindering, zal de koper in beginsel voor dat laatste moeten kiezen.¹¹⁰

Het instellen van één of meer van de acties tot nakoming ex art. 7:21 lid 1 BW stuit in het bijzonder bij de gegarandeerde, gecombineerde aandelenplaatsing op de kapitaalmarkt op (nog) grotere problemen dan in de onderhandse overnamepraktijk. In dat geval zijn de door beleggers verworven aandelen rechtstreeks afkomstig deels van de uitgevende instelling en deels van de zittende aandeelhouders. Teleurgestelde beleggers hebben dus, voor wat betreft de contractuele route, de mogelijkheid om de uitgevende instelling en de verkopende aandeelhouders te adresseren. De uitgevende instelling die wordt geadresseerd met een nakomingsactie ex art. 7:21 BW is – in bovengenoemd voorbeeld – niet in staat haar eigen vermogen aan te vullen. Daarvoor zullen de zittende aandeelhouders moeten bijspringen, bijvoorbeeld door het doen van een agiostorting. Vervanging van niet goed functionerende bedrijfsactiva zal niet kunnen plaatsvinden

109 HR 5 januari 2001, NJ 2001, 79 (Multi Vastgoed/Nethou). Zie ook par. 16.2.2.

110 Raaijmakers 2002, p. 45-46.

zonder dat de uitgevende instelling additionele kosten maakt, tenzij de zittende aandeelhouders deze voor hun rekening nemen. In een onderhandse bedrijfsovername kan nog van de verkoper als voormalig aandeelhouder worden verwacht dat hij dergelijke lasten draagt, omdat de *volledige* koopprijs aan hem ten goede is gekomen. De *economics* van een gegarandeerde plaatsing op de kapitaalmarkt zijn echter anders. Doorgaans komt een belangrijk deel van de opbrengst ten goede aan de uitgevende instelling als tegenprestatie voor nieuw uitgegeven aandelen. Slechts een *deel* van de opbrengst komt ten goede aan de zittende aandeelhouders als koopprijs voor de door hen herplaatste aandelen. Van deze aandeelhouders kan dan ook niet worden verwacht dat zij de kosten van aflevering, herstel of vervanging *volledig* dragen. Zij zijn slechts voor een *deel* van de geplaatste aandelen als verkopers in de zin van art. 7:21 BW aansprakelijk.¹¹¹ Dergelijke kosten in rekening brengen aan de uitgevende instelling betekent voor beleggers die nog steeds aandeelhouders zijn de bekende sigaar uit eigen doos.¹¹²

Bij een overgenomen emissie heeft de belegger de lead manager als verkoper tegenover zich en hoeft hij de uitgevende instelling zelf niet te adresseren. In dat geval gelden bovengenoemde bezwaren tegen toepassing van art. 7:21 BW in mindere mate. Bij toewijzing van een vordering tot nakoming tegen de lead manager zal deze het ontbrekende deel van het eigen vermogen van de uitgevende instelling moeten aanvullen respectievelijk de disfunctionerende bedrijfsactiva moeten laten herstellen.

Het voorgaande wijst uit dat toewijzing van een vordering tot nakoming op de kapitaalmarkt tot nogal ongangbare resultaten leidt en in veel gevallen praktisch niet uitvoerbaar of te kostbaar zal zijn. De verkoper kan dan stellen dat nakoming redelijkerwijs niet van hem kan worden verlangd, mogelijk met een beroep op het Multi Vastgoed/Nethou arrest van de Hoge Raad, art. 7:21 lid 1(b) en/of art. 7:21 lid 4 BW.

16.7.4 *Ontbinding (art. 7:22 lid 1 (a) BW)*

In art. 7:22 lid 1(a) BW wordt aan de consumentkoper een bijzondere actie tot ontbinding bij consumentenkoop toegekend. Hierop zal in dit verband niet nader worden ingegaan vanwege het geringe verschil met de hierboven reeds besproken algemene ontbindingsactie ex art. 6:265 BW.¹¹³

16.7.5 *Prijsvermindering (art. 7:22 lid 1 (b) BW)*

Art. 7:22 lid 1(b) BW voorziet in het kader van de non-conformiteitsregeling in een zelfstandige prijsvermindering. Deze kan worden gezien als een variant op de gedeeltelijke ontbinding. Op grond van art. 7:22 lid 3 BW zijn de alge-

111 In beginsel gelden de regels voor pluraliteit van schuldenaren van afdeling 6.1.2 BW. Tenzij met beleggers (in het kader van de inschrijving op aandelen) anders is overeengekomen, is iedere verkopende partij (bij een gecombineerde plaatsing: de verkopende aandeelhouders *en* de uitgevende instelling) voor een gelijk deel aansprakelijk (art. 6:6 BW) en geldt voor iedere verkoper een draagplicht voor het gedeelte dat hem in hun onderlinge verhouding aangaat (art. 6:10 BW). Dit laatste betekent m.i. dat iedere verkoper draagplichtig is voor het percentage waarvoor hij heeft deelgenomen in de totale plaatsing.

112 Een uitzondering wordt gevormd door transacties die voor 100% bestaan uit herplaatsing van bestaande aandelen en waarvan de opbrengst dan ook volledig ten goede komt aan de zittende aandeelhouders. De actie ex art. 7:21 BW kan dan uitsluitend tegen de aandeelhouders worden ingesteld.

113 Zie par. 16.6.1.

mene regels inzake ontbinding van overeenkomstige toepassing, waaronder de evenredige vermindering van wederzijdse prestaties bij gedeeltelijke ontbinding (art. 6:270 BW). Met de prijsverminderingssactie kan dan ook eenzelfde resultaat worden bereikt als met de actie tot gedeeltelijke ontbinding ex art. 6:265 jo. art. 6:270 BW.¹¹⁴

Een belangrijk verschil tussen beide acties is, dat prijsvermindering ex art. 7:22 lid 1 (b) BW, anders dan de actie tot gedeeltelijke ontbinding, ook bij een tekortkoming van geringe betekenis kan worden gevorderd.¹¹⁵ Daarmee wordt de uitgevende instelling en de verkopende aandeelhouders het verweer dat de afwijking van het prospectus dermate gering is, dat prijsvermindering achterwege dient te blijven, uit handen geslagen.

De actie tot prijsvermindering staat uitsluitend ter beschikking aan de consumentkoper en mag pas worden ingesteld wanneer herstel en vervanging onmogelijk zijn of van de verkoper niet gevegd kunnen worden dan wel wanneer de verkoper niet binnen een redelijke termijn tot nakoming is overgegaan.¹¹⁶ Aldus wordt materieel hetzelfde resultaat bereikt als met de algemene regeling van ingebrekestelling gevolgd door verzuim (art. 6:82 jo. 6:265 lid 2 BW). In beide gevallen is het systeem er immers op gericht om de verkoper een laatste kans tot nakoming te bieden. Overigens heeft het instellen van een prijsverminderingssactie tegen de uitgevende instelling voor de belegger hetzelfde bezwaar als een nakomingsactie: zolang hij nog in het bezit is van de effecten, treft hij met een dergelijke actie ook zijn eigen financiële belang.

16.7.6 Bewijslast

Wanneer de belegger in de primaire markt ervoor kiest een van de nakomingsvorderingen van art. 7:21 lid 1 BW of de vordering tot prijsvermindering van art. 7:22 lid 1(b) BW in te stellen, rust op hem in beginsel de bewijslast van de non-conformiteit, en wel krachtens de hoofdregel van art. 150 Rv.¹¹⁷ De belegger zal moeten stellen en zonodig bewijzen dat de informatie in het prospectus dat deel uitmaakt van de koopovereenkomst afwijkt van hetgeen hij mocht verwachten.¹¹⁸ Op het eerste gezicht bevindt de belegger zich daarmee in een ongunstiger bewijsspositie dan wanneer hij ageert op basis van art. 6:193a/194 BW. De non-conformiteitsregeling voorziet immers niet in omkering van de bewijslast, zoals art. 6:193j lid 1/195 lid 1 BW dit wel doet ten aanzien van de juistheid en volledigheid van het prospectus. Maar in veel gevallen zal de non-conformiteit een onderwerp in het prospectus betreffen waarin de belegger onvoldoende technisch of feitelijk inzicht heeft en zal het niet redelijk zijn hem met het bewijs van materiële afwijking te belasten. Het lijkt in dergelijke gevallen dan ook goed verdedigbaar dat de rechter op grond van de redelijkheidssuitzondering van art. 150 Rv tot omkering van de bewijslast komt. Anders dan bij een actie ex art. 6:193a/194 BW heeft de belegger hieromtrent echter geen zekerheid.

114 Zie daarvoor par. 16.2.2.

115 Asser-Hijma 7-I* 2013, nr. 531b.

116 Art. 7:22 lid 2 BW. Dit geldt overigens eveneens voor de ontbindingsactie ex art. 7:22 lid 1(a) BW.

117 Asser/Hijma 7-I* 2013, nr. 332a.

118 Valk 2010, par. 10.

Wanneer sprake is van non-conformiteit, zal de verkoper niet snel meer een beroep op niet-toerekenbaarheid toekomen.¹¹⁹ De verbintenis van de verkoper dat het afgeleverde niet van de koopovereenkomst afwijkt kan immers worden gezien als een wettelijke garantieverbintenis.¹²⁰ Voorts is de beleggingsdaad geen *gevolg* van de non-conforme levering, maar valt hij ermee *samen*. Causaal verband tussen die twee¹²¹ is niet aan de orde. De bijzondere acties waarin de non-conformiteitsregeling voorziet gaan dus op zichzelf niet gepaard met bewijslast voor de belegger op het punt van toerekenbaarheid en (transactie)causaliteit. Per saldo is de bewijspositie van de belegger in de primaire markt die de non-conformiteitsregeling inroept hierdoor (bijzonder) gunstig te noemen.

Wel moet worden aangenomen dat de belegger bij het instellen van de zelfstandige actie tot prijsvermindering ex art. 7:22 lid 1(b) BW gemotiveerd dient te stellen dat de door hem toegepaste prijsreductie evenredig is aan de afwijking. In geval van betwisting zal de rechter de evenredige vermindering moeten begroten, zonodig door schatting. Bij een dergelijke begroting of schatting is de rechter niet gebonden aan de gewone regels van stelplicht en bewijs.¹²²

16.7.7 *Te bereiken (financieel) resultaat.*

Bij het instellen van de actie uit hoofde van non-conformiteit heeft de belegger recht op het positief contractsbelang. Dit betekent dat de feitelijk ingetreden situatie moet worden vergeleken met de hypothetische situatie waarin de tekortkoming wordt 'weggedacht' en de overeenkomst correct is nagekomen. Dit laatste is het geval wanneer de koper krijgt wat hij op grond van de koopovereenkomst mocht verwachten.¹²³ De verwachting van de koper wordt ingekleurd door de mededelingen in het prospectus, voor zover deze deel uitmaken van de koopovereenkomst.

Laten wij aannemen dat de belegger effecten koopt tegen een koers die als gevolg van een te gunstige voorstelling van zaken in het prospectus € 40 te hoog is. Ten tijde van levering is sprake van non-conformiteit. Op het moment van bekend worden van de werkelijke toestand zal deze 'kunstmatige inflatie'¹²⁴ verdampen door een koersdaling van € 40. Het instellen van een van de nakomingsacties ex art. 7:21 lid 1 BW zal moeten strekken tot herstel van de voorgestelde, gunstiger toestand van de uitgevende instelling, waardoor de koers weer met € 40 zou moeten stijgen. Behoort dit redelijkerwijs niet tot de mogelijkheden,¹²⁵ dan kan de belegger een prijsvermindering van € 40 vorderen ex art. 7:22 lid 1(b) BW, mits hij gemotiveerd stelt dat deze vermindering evenredig is aan de mate van afwijking van het overeengekomene. Kan de belegger slechts een evenredige

119 Een beroep op niet-toerekenbaarheid (overmacht) kan in bijzondere, door de verkoper te bewijzen, omstandigheden niet op voorhand worden uitgesloten. Ook bij geconstateerde non-conformiteit dient op principiële gronden een toerekenbaarheidstoets plaats te vinden, aldus Asser/Hijma 7-I* 2013, nrs. 329 en 436-436a met verwijzing naar HR 9 januari 1998, NJ 1998, 272 (Brok/Huberts (rashondje)).

120 Asser/Hijma 7-I* 2013, nr. 328, waar wordt gesproken van een garantieverbintenis of een resultaatsverbintenis waaraan de prestatieplicht ontbreekt ('kale resultaatsverbintenis').

121 In termen van De Jong: 'transactiecausaliteit'; zie De Jong 2010, p. 44.

122 Aldus inzake gedeeltelijke ontbinding HR 29 maart 2002, NJ 2002, 270 (beroepsaansprakelijkheid advocaat).

123 Art. 7:17 lid 2 BW. In het kader van non-conformiteit: zie Asser/Hijma 7-I* 2013, nr. 340; Valk 2010, par. 6.

124 Term ontleend aan De Jong 2010, p. 121 e.v.

125 Zie par. 16.7.3.

afwijking van € 30 motiveren¹²⁶, dan heeft hij de mogelijkheid om daarnaast ex art. 6:74 jo. art. 6:96 lid 1 en 98 BW een bedrag van € 10 als – niet door de prijsvermindering gedekt – (koers)verlies bij wijze van gevolgschade te vorderen.¹²⁷ Het recht op schadevergoeding komt de koper die ageert op basis van non-conformiteit immers onverminderd toe, zo volgt uit art. 7:22 lid 4 BW. Samen vormen de voornoemde posten het positief contractsbelang.

16.7.8 *Gelijkstellingsregeling (art. 7:18 lid 1 BW)*

Tenslotte verdient een bijzondere regel die deel uitmaakt van de non-conformiteitsregeling op deze plaats vermelding. Het betreft art. 7:18 lid 1 BW, op grond waarvan bij consumentenkoop de mededelingen die door vorige bedrijfsmatig handelende schakels in de verkoopketen over het verkochte zijn gedaan, als mededelingen van opvolgende verkopers gelden.¹²⁸ De interessante vraag die door deze gelijkstellingsregeling wordt opgeworpen is, in hoeverre mededelingen in het prospectus kunnen worden toegerekend aan bedrijfsmatig handelende beleggers die effecten hebben verworven en deze doorverkopen aan consument-beleggers.

Eerder is opgemerkt dat in de literatuur betwijfeld wordt of in geval van een transactie via de systemen van de beurs een koopovereenkomst tussen beleggers in de secundaire markt tot stand komt.¹²⁹ Dit belemmert naar mijn mening de toepassing van art. 7:18 lid 1 BW op verhandeling via de beurs, omdat de daarvoor vereiste keten van koop- en verkoopovereenkomsten ontbreekt. In termen van art. 7:47 BW zou men wellicht kunnen stellen dat de aard van het beursgenoteerde effect – en de daarmee gepaard gaande anonieme transactie via de systemen van de beurs – zich tegen toepassing van art. 7:18 lid 1 BW verzet. Degene die effecten via de beurs verkoopt hoeft geen rekening te houden met resterende aansprakelijkheid voortvloeiende uit mededelingen die ooit door een of meer van zijn voorgangers (waaronder in het bijzonder de mededelingen van de uitgevende instelling in het prospectus) zijn gedaan.

Anders ligt de zaak voor niet-beursgenoteerde effecten. Transacties in dergelijke effecten zijn niet anoniem. Er is sprake van een verkoopketen bestaande uit opvolgende transacties tussen partijen die elkaars identiteit kennen. Eerdere verkopers in de keten blijven traceerbaar voor latere kopers. Goed verdedigbaar lijkt dan ook te zijn, dat toepassing van de gelijkstellingsregeling van art. 7:18 BW op de aankoop door consumenten van niet-beursgenoteerde effecten – in termen van art. 7:47 BW – in overeenstemming is met de aard van het (verkochte) recht. Daarvan uitgaande zou de bedrijfsmatig handelende belegger die effecten in een buitenbeurstransactie doorverkoopt aan consument-beleggers door laatstgenoemden kunnen worden aangesproken op non-conformiteit ten opzichte van verkoop gerelateerde mededelingen van eerdere verkopers. Daaronder vallen

126 De koersdaling van € 40 was in dat geval voor € 30 te herleiden tot een afwijking in de waarde of winstcapaciteit van de uitgevende instelling en voor € 10 tot een overreactie van de markt bij het bekend worden van de werkelijke toestand.

127 Mogelijk kan ook worden betoogd dat de belegger een gederfd hypothetisch rendement over € 40 als gevolgschade kan vorderen, vergelijk De Jong 2010, p. 124-125.

128 Art. 7:18 lid 1 BW is van toepassing op de koop en verkoop van zaken, maar geldt ingevolge de schakelbepaling van art. 7:47 BW ook voor vermogensrechten voor zover dit in overeenstemming is met de aard van het recht.

129 Zie par. 15.2.2 met verwijzing naar Bierman & Struycken 2011.

ook mededelingen van de uitgevende instelling in het prospectus. De doorverkopende partij zou dan via art. 7:18 jo. art. 7:47 BW blootgesteld kunnen worden aan mogelijke prospectusaansprakelijkheid. Wel stelt art. 7:18 lid 1 BW (onder meer) de voorwaarde dat de verkoper deze mededelingen kende of behoorde te kennen.¹³⁰ Aangezien een buitenbeurs prospectus niet in alle gevallen zal worden gepubliceerd,¹³¹ zal het van de feitelijke situatie afhangen of aan deze voorwaarde is voldaan.

Hijma maakt melding van de achterliggende gedachte van art. 7:18 lid 1 BW, te weten dat het verwachtings- en beslissingspatroon van een koper niet alleen beïnvloed wordt door mededelingen van de verkoper, maar evenzeer door 'reclamemededelingen van producent of importeur'. De verkoper profiteert daarvan mee en heeft overigens, wanneer hij door de koper wordt aangesproken, zelf regres op eerdere schakels in de verkoopketen.¹³² Via het regresrecht komt men uiteindelijk bij de oorspronkelijke verkoper van de effecten, de uitgevende instelling, uit. Met name wanneer de uitgevende instelling insolvent is en een rechtstreekse actie uit onrechtmatige daad tegen haar geen soelaas biedt, opent de gelijkstellingsregeling voor de consument-belegger aan het eind van de keten een welkome route om koersschade toch met een beroep op het prospectus op zijn voorman te verhalen. Voor de voorman die geen regres meer heeft hogerop in de keten is de gelijkstellingsregeling van art. 7:18 BW een minder plezierige figuur.

16.8 Ontbinding ex art. 6:230x BW¹³³

Op 13 juni 2014 is de Implementatiewet richtlijn consumentenrechten in werking getreden.¹³⁴ Deze wet implementeert de Richtlijn consumentenrechten,¹³⁵ welke twee bestaande richtlijnen samenvoegt.¹³⁶ De richtlijn beoogt onder meer de bestaande Europese regels over overeenkomsten gesloten tussen consumenten en handelaren te actualiseren. Daartoe wordt een nieuwe afdeling 6.5.2B (art. 6:230g-z) BW geïntroduceerd, welke de consument het recht geeft een op afstand of buiten een verkoopruimte gesloten overeenkomst zonder opgave van redenen binnen een termijn van veertien dagen te ontbinden (art. 6:230o BW). De gedachte achter het ontbindingsrecht is onder meer om eventuele overrompelingseffecten tegen te gaan en de consument de gelegenheid te geven te beoordelen of het gekochte aan de overeenkomst voldoet.¹³⁷ Art. 6:230o BW is niet van toe-

130 Irrelevant is, of de verkoper wist of moest weten dat de mededelingen onjuist waren. In die zin ook Asser/Hijma 7-1* 2013, nr. 341.

131 Publicatie vindt wél plaats indien sprake is van een aanbieding van effecten aan het publiek in Nederland, zie art. 5:2 jo. 5:21 Wft.

132 Asser/Hijma 7-1* 2013, nr. 341, mt verwijzing naar de parlementaire geschiedenis van Boek 7 BW.

133 In par. 16.8 en 16.9 zijn delen verwerkt van J.P. Franx, Hoe om te gaan met de vernietigingsactie van art. 6:193j lid 3 BW op de kapitaalmarkt? (reactie op T.M.C. Arons, Van financiële massaproducten en (massa)vernietigingssancties, *Ondernemingsrecht* 2015/104), *Ondernemingsrecht* 2016/30 met naschrift van T.M.C. Arons.

134 Stb. 2014, 140.

135 Richtlijn 2011/83 van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie betreffende consumentenrechten (*PbEU* L 304/64).

136 Te weten Richtlijn 97/7/EG inzake koop op afstand en Richtlijn 85/577/EEG inzake colportage.

137 Aldus de MvT bij art. 6:230o BW, zie Kamerstukken II 2012-2013, 33 520, nr. 3, p. 36. Vóór inwerkingtreding van de Implementatiewet richtlijn consumentenrechten bestond het ontbindingsrecht al voor (uitsluitend) overeenkomsten op afstand in art. 4:28 Wft

passing op overeenkomsten betreffende financiële producten, waaronder effecten.¹³⁸ Daarvoor geeft art. 6:230x BW de consument een apart ontbindingsrecht.

Kan de particuliere belegger in de primaire markttransactie van dit ontbindingsrecht profiteren? Hiervoor lijken twee belangrijke hinderpalen te zijn. Allereerst geldt het ontbindingsrecht van art. 6:230x BW uitsluitend ten aanzien van overeenkomsten op afstand of gesloten buiten de verkooppriimte. Het inschrijven door de particuliere belegger bij een commissionair op een emissie kan worden gekwalificeerd als het sluiten van een overeenkomst van lastgeving.¹³⁹ Deze zal niet altijd als een overeenkomst op afstand en in de meeste gevallen niet als een overeenkomst buiten de verkooppriimte kunnen gelden.¹⁴⁰ Een en ander zal afhangen van de feitelijke omstandigheden waaronder de inschrijving plaatsvindt.

Daarnaast sluit art. 6:230x lid 4 BW toepassing van het ontbindingsrecht uit ten aanzien van 'overeenkomsten inzake financiële producten waarvan de waarde (...) afhankelijk is van ontwikkelingen op de financiële markten of andere markten'. Dit laatste zal voor beursgenoteerde effecten het geval zijn. Ook van bepaalde niet beursgenoteerde effecten, die zijn afgeleid van beursgenoteerde effecten of tot een zelfde beleggingscategorie als beursgenoteerde effecten behoren, kan soms gezegd worden dat hun waarde afhankelijk is van ontwikkelingen op de financiële markten. De consument-belegger in beursgenoteerde effecten zal derhalve doorgaans geen beroep op het recht op ontbinding zonder opgave van redenen van art. 6:230x BW kunnen doen. Dit sluit aan bij het hierboven gevoerde betoog dat algehele vernietiging en ontbinding van beurstransacties om meerdere redenen onwenselijk is. In de parlementaire geschiedenis bij de Implementatiewet consumentenrechten wordt een aspect van de ratio van deze uitzondering verduidelijkt. Gesteld wordt dat sommige overeenkomsten zich, gelet op hun inhoud en strekking, niet lenen voor het recht van ontbinding. Verwezen wordt in dit verband naar considerans 49 van de Richtlijn consumentenrechten, volgens welke het ontbindingsrecht niet op zijn plaats is voor 'overeenkomsten van speculatieve aard (...) waarbij de waarde afhangt van schommelingen van de markt'.¹⁴¹ Gevreesd wordt voor 'oneigenlijk gebruik' van het ontbindingsrecht.¹⁴² Deze uitleg sluit aan bij de gedachte dat het ontbindingsrecht niet speculatief mag worden ingezet door de consument-koper, dat wil zeggen niet mag worden ingezet om het marktrisico met terugwerkende kracht op de verkoper af te wettelen.¹⁴³

16.9 Vernietiging ex art. 6:193j lid 3 BW

Behalve het contractuele raamwerk van de nieuwe art. 6:230g-z BW bevat de Implementatiewet richtlijn consumentenrechten nog een tweede versterking van

138 Zie art. 6:230h lid 2(b) BW.

139 Vergelijk hetgeen in par. 15.2.2 werd gesteld t.a.v. het plaatsen van een order in de secundaire markt, met verwijzing naar Bierman & Struycken 2011 en Van Baalen 2006.

140 Zie de definities van deze begrippen in art. 6:230g lid 1(e) en (f) BW.

141 Kamerstukken II 2012-2013, 33 520, nr. 3, p. 40.

142 Kamerstukken II 2012-2013, 33 520, nr. 7, p. 25.

143 Zie ook par. 16.2.1 van dit hoofdstuk met verwijzing naar art. 6:278 BW (verplichting van koper tot herstel waardeverhouding).

de positie van de consument. De wet voert een nieuw art. 6:193j lid 3 BW in, dat luidt als volgt:

‘Een overeenkomst die als gevolg van een oneerlijke handelspraktijk tot stand is gekomen, is vernietigbaar.’

Met deze bepaling wordt uitvoering gegeven aan een eerdere motie van het Tweede Kamerlid Recourt, welke geheel los staat van implementatie van de Richtlijn consumentenrechten.¹⁴⁴ Deze richtlijn schrijft het vernietigingsrecht van het nieuwe art. 6:193j lid 3 BW niet voor.

Het vernietigingsrecht van art. 6:193j lid 3 BW kent, anders dan de dwalingsregeling, niet het kenbaarheidsvereiste. Voor de uitgevende instelling en de lead manager hoeft dus niet kenbaar te zijn dat de belegger contracteerde onder invloed van een onjuist of ontbrekend gegeven in het prospectus dat voor hem essentieel is. Daarnaast wordt de bewijslast ten aanzien van het bestaan van een oneerlijke handelspraktijk ex art. 6:193j lid 1 omgekeerd ten gunste van de consument.

Het toerekenbaarheidsverweer van art. 6:193j lid 2 BW komt de uitgevende instelling en de lead manager niet toe. Daarmee kan immers slechts een actie tot schadevergoeding wegens onrechtmatig handelen worden geparreerd. Zulks volgt uit de tekst van art. 6:193j lid 2 BW. Meer in het algemeen speelt toerekenbaarheid geen rol bij vernietigingsacties.

De vernietigingsactie van art. 6:193j lid 3 BW kent geen mechanisme tot mitigering, zoals de gevolgen van een dwalingsactie wel kunnen worden gemitigeerd tot prijsvermindering op de voet van art. 6:230 BW. De enige weg tot mitigering die voor de uitgevende instelling en de lead manager mogelijk open staat, is de rechter ex art. 3:53 lid 2 BW te verzoeken om aan de vernietiging geheel of ten dele haar werking te ontzeggen en de belegger uitsluitend in geld te compenseren.

Tenslotte loert ook hier het gevaar van speculatief gebruik door de belegger van het vernietigingsrecht, in de zin dat hij kan proberen een inmiddels door marktdaling opgelopen koersverlies op de uitgevende instelling of de lead manager af te wentelen.¹⁴⁵

Gelet op dit alles is de vraag gerechtvaardigd of de actie van de consument-belegger ex art. 6:193j lid 3 BW, welke eerder tot algehele vernietiging zal leiden dan acties uit hoofde van wilsgebreken, voor transacties in beursgenoteerde aandelen niet een te zwaar middel is. Naar mijn mening was er ook in dit geval voor de wetgever aanleiding om toepassing van deze vernietigingsactie op transacties in de financiële markten uit te sluiten, zoals dat in art. 6:230x lid 4 BW heeft plaatsgevonden ten aanzien van het ontbindingsrecht van de consument. Nu de wetgever dit heeft nagelaten, is er voor de rechter wellicht reden om analoog aan art. 6:230x lid 4 BW ook de vernietigingsactie van art. 6:193j lid BW niet toe te passen op beurstransacties. Daarmee wordt tevens een mogelijke incongruentie met de regeling van art. 6:194 e.v. BW vermeden, welke immers geen vernietigingsactie kent.

144 Motie Recourt van 22 maart 2012, Kamerstukken II 2011-2012, 32 320, nr. 3.

145 Hoewel in dat geval de belegger een verplichting tot bijbetaling kan hebben, zie art. 6:278 lid 2 BW.

Door Arons is gepleit voor analoge toepassing van de prijsverminderingregeling van art. 6:230 BW bij de vernietiging wegens oneerlijke handelspraktijken ex art. 6:193j lid 3 BW.¹⁴⁶ Binnen de context van een kapitaalmarkttransactie verdient dit pleidooi in zekere zin steun, omdat het de rechter ruimte biedt om te komen tot – op de kapitaalmarkt uiterst wenselijke – mitigering van de gevolgen van vernietiging. Maar buiten het verband van de kapitaalmarkt gaat het voorstel van Arons naar mijn mening een stap te ver. De misleide consument-koper van een gebruiksartikel heeft, anders dan de belegger in een effect, doorgaans te kampen met problemen in de gebruikssfeer. Het product is ongeschikt of defect. De consument moet in dat geval de transactie terug kunnen draaien onder het motto “niet goed, geld terug”, en niet *gedwongen*¹⁴⁷ kunnen worden om genoegen te nemen met (financiële) nadeelcompensatie. Het aanbrengen van een integrale koppeling tussen de art. 6:193j lid 3 BW en 6:228 BW lijkt dan ook een te grof middel om aan de noden van de uitgevende instelling en de lead manager tegemoet te komen. Daar komt bij dat de door Arons bepleite analoge toepassing van art. 6:230 BW strict genomen niet nodig is. Langs de weg van art. 3:53 lid 2 BW, dat toepasselijk is op alle vernietigingsbepalingen, dus ook op art. 6:193j lid 3 BW, kan immers hetzelfde gemitigeerde resultaat worden bereikt. Wel moet dan worden voldaan aan het criterium dat ‘de reeds ingetreden gevolgen van een rechtshandeling bezwaarlijk ongedaan gemaakt kunnen worden’, maar dat zal bij een transactie op de kapitaalmarkt doorgaans het geval zijn.¹⁴⁸

16.10 Collectieve actie: gelijksoortige belangen?

De in dit hoofdstuk behandelde contractuele rechtsmiddelen kunnen door individuele beleggers in de primaire markt worden ingesteld tegen de uitgevende instelling dan wel de lead manager, afhankelijk van wie contractspartij is. Beleggers die de mogelijkheid hebben om individueel te ageren zullen veelal de grotere, professionele partijen zijn. De vraag doet zich voor of de behandelde contractuele rechtsmiddelen ook door een belangenstichting in een collectieve actie ex art. 3:305a BW ten behoeve van consument-beleggers kunnen worden ingesteld. Deze beschikken immers veelal niet over de (financiële) middelen om individueel te procederen.

Doel van deze paragraaf is niet om het fenomeen van de collectieve actie in de financiële sector in extenso te behandelen. Het vizier wordt uitsluitend gericht op een aspect dat in het bijzonder een barrière kan vormen voor het instellen van een collectieve actie. Voor de collectieve actie van art. 3:305a BW is vereist dat de rechtsvordering van de belangenstichting of -vereniging strekt tot bescherming van ‘gelijksoortige belangen van andere personen’.¹⁴⁹ Anders uitgedrukt: de betrokken belangen moeten zich voor bundeling lenen. Er moet in voldoende mate geabstraheerd kunnen worden van individuele verschillen tussen de belang-

146 Arons 2015, par. 4.

147 Art. 6:230 lid 1 bepaalt immers dat het vernietigingsrecht *vervalt*.

148 De argumentatie in deze alinea is overgenomen uit Franx 2016, waarin de auteur een reactie geeft op Arons 2015.

149 Art. 3:305a lid 1 BW. Ook wordt wel het vereiste gesteld dat het moet gaan om rechtsvragen en feitelijke vragen die in voldoende mate gemeenschappelijk zijn voor de betreffende groep gelaedeerden.

hebbenden aan de eisende kant. De rechter moet zich kunnen beperken tot het beantwoorden van voor veralgemenisering vatbare vragen en niet in onderzoek naar de omstandigheden van individuele benadeelden hoeven te treden. Dit laatste past niet bij het karakter van een collectieve procedure. Voorts sluit art. 3:305a lid 3 BW het instellen van een collectieve actie tot schadevergoeding uit.

In geval van een procedure wegens prospectusaansprakelijkheid uit hoofde van onrechtmatige daad zal er tenminste één belangrijke kwestie zijn die zich doorgaans leent voor veralgemenisering. Gedoeld wordt op de vraag of het prospectus al dan niet misleidend is. Deze vraag komt gebruikelijk aan de orde in de eerste fase van de procedure, waarin de belangenstichting hierover een verklaring voor recht vordert. Door de Hoge Raad is uitgemaakt dat de misleidingsvraag moet worden beantwoord aan de hand van de vermoedelijke verwachting van de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger tot wie de mededeling zich richt of die zij bereikt.¹⁵⁰ De vraag is daarmee geobjectiverend en veralgemeniseerbaar. De verwachting en het kennisniveau van de individuele belegger hoeven voor beantwoording van de vraag of het prospectus misleidend is niet te worden onderzocht. Vertaald naar enkele van de hierboven behandelde contractuele rechtsmiddelen geldt hetzelfde voor de vraag of de werkelijke toestand afwijkt van de in het prospectus voorgespiegelde toestand (tekortkoming, non-conformiteit). Ook die vraag is veralgemeniseerbaar en hoeft niet per individuele belegger te worden beantwoord.

Dit ligt anders wanneer een (contractuele) actie op grond van wilsgebreken wordt ingesteld. Voor de vraag of sprake is van een onjuiste voorstelling van zaken in de zin van art. 6:228 BW is de geestestoestand van de belegger in kwestie, niet van de maatman-belegger, relevant. Het criterium dat hier moet worden aangelegd is *subjectief*. De kwestie is niet veralgemeniseerbaar: per individuele belegger zal moeten worden onderzocht of deze bij het inschrijven op de effecten al dan niet in dwaling verkeerde.

Ook lastig in termen van veralgemeniseerbaarheid zijn vragen van causaliteit, eigen schuld en de omvang van de schade. De vraag of een bepaalde mededeling in het prospectus de belegger in kwestie ertoe heeft bewogen de transactie aan te gaan (transactiecausaliteit) dan wel in hoeverre hij daar zelf bewust de hand in heeft gehad (eigen schuld) kan slechts beantwoord worden aan de hand van onderzoek naar de individuele omstandigheden van het geval. Zet men de behandelde contractuele rechtsmiddelen op een rijtje, dan blijkt dat deze vrijwel alle een element van causaliteit in zich bergen: de transactie moet tot stand zijn gekomen *onder invloed van dwaling* (art. 6:228 BW), de belegger moet *door* bedrieglijke mededelingen in het prospectus tot een transactie zijn bewogen (art. 3:44 BW), de schade van de belegger moet *door* de tekortkoming zijn ontstaan (art. 6:74 BW) en/of de transactie moet *als gevolg van* een oneerlijke handelspraktijk tot stand zijn gekomen (art. 6:193j lid 3 BW).

Alleen de non-conformiteitsregeling lijkt geen causaal element in zich te bergen. Bij deze regeling stuit men echter op art. 7:17 lid 5 BW, dat bepaalt dat aan de koper geen beroep op non-conformiteit toekomt wanneer deze hem ten tijde

150 HR 30 mei 2008, NJ 2010, 622 m.nt. J.B.M. Vranken; JOR 2008/209 m.nt. B.J. de Jong (De Boer c.s./TMF Financial Services) en HR 27 november 2009, NJ 2014, 201 m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43 m.nt. K. Frielink (World Online), gebaseerd op HvJEG 16 juli 1998, C-210/96, NJ 2000, 374, m.nt. D.W.F. Verkade bij NJ 2000, 375 (Gut Springenheide). Zie voor e.e.a. par. 7.5.1.

van het sluiten van de overeenkomst bekend was of redelijkerwijs bekend kon zijn. Een mogelijk beroep van de verkoper op deze bepaling noopt uiteindelijk toch tot beoordeling van het individuele geval.

Volgens Kroeze zal de collectieve vernietiging van identieke overeenkomsten wegens dwaling doorgaans moeten stranden, omdat de vraag in hoeverre bij een juiste voorstelling van zaken de overeenkomsten niet zouden zijn gesloten in het algemeen slechts individueel beantwoord kan worden.¹⁵¹ Cornegoor meent dat de wetgever bij invoering van art. 3:305a BW de bedoeling had om collectieve vernietiging of ontbinding van overeenkomsten mogelijk te maken, maar acht dit toch geen uitgemaakte zaak.¹⁵² Inderdaad blijkt uit de wetsgeschiedenis dat bij invoering van art. 3:305a e.v. BW de mogelijkheid van een collectieve vernietigingsactie uitdrukkelijk is open gelaten:

“Ook is denkbaar dat onder omstandigheden de vernietiging van een rechtshandeling of overeenkomst zich voor bundeling leent; (...). De rechter kan zelf aan de hand van de omstandigheden van het geval bepalen of de bij een vordering betrokken belangen zich al dan niet tegen een dergelijke rechtsvordering verzetten.”¹⁵³

Een beroep op vernietiging wegens dwaling is een enkele keer door beleggers beproefd in een collectieve actie. Beleggers hebben tot nu toe bot gevangen, met name vanwege de afwezigheid van een gelijksoortig belang en de noodzaak voor de rechter om onderzoek te doen naar de individuele omstandigheden van iedere belegger.¹⁵⁴

In zijn annotatie bij de uitspraak van de rechtbank Amsterdam inzake Stichting Lipstick Effect/ABN AMRO bank stelt Frielink dat ‘in theorie een andere benadering denkbaar is’. De beleggers die op basis van een misleidend prospectus hebben ingeschreven op een emissie hebben een zelfde soort schade geleden. Het komt dan volgens Frielink niet (noodzakelijk) aan op de voorstelling die individuele beleggers zich van de aanbieding zouden hebben gemaakt. Waar het volgens hem om gaat is, dat wezenlijke informatie ontbrak die in abstracto voor elke belegger doorslaggevend is en niet in de publieke oordeelsvorming is verdisconteerd. De markt is dan voor de gek gehouden en daarmee ook de individuele belegger. Daarmee is volgens Frielink de dwaling gegeven. Frielink’s betoog impliceert in feite een pleidooi voor objectivering van de dwalingsregeling. Doorslaggevend is voor hem dat ‘de markt’ – ofwel de gemiddelde belegger – is misleid. Misleiding van de individuele belegger volgt daaruit en hoeft niet afzonderlijk gesteld en bewezen te worden. Ook Sinninghe Damsté bepleit een dergelijke benadering.¹⁵⁵ In het bovenstaande is op diverse gronden steun betuigd aan de suggestie van deze auteurs.¹⁵⁶

151 Kroeze 2004a.

152 Cornegoor 2009, p. 19-20.

153 Kamerstukken II 1991-1992, 22 486, nr. 3, p. 25.

154 Zie bijv. de rechtspraak vermeld in Groene Serie Verbintenissenrecht, art. 6:228 BW, aant. 1.2.8 (J. Hijma); Rb. Amsterdam 7 mei 2003, JOR 2003/174 m.nt. K. Frielink en Hof Amsterdam 7 oktober 2004, JOR 2004/329 (Stichting Lipstick Effect e.a./ABN AMRO).

155 Sinninghe Damsté 2010, p. 83-84.

156 Zie par. 16.4.1.

Recent bleek dat de rechtspraak (nog) niet bereid lijkt te zijn de collectieve actie in deze mate te flexibiliseren. Op 29 juni 2016 moest de Rechtbank Oost-Brabant uitspraak doen in een collectieve swapschadezaak tegen Rabobank. De Stichting Renteswapshadecclaim vorderde een verklaring voor recht dat klanten die een (ondeugdelijke) renteswapovereenkomst met Rabobank hadden gesloten, bevoegd waren deze te vernietigen wegens dwaling dan wel te ontbinden wegens tekortkoming. De rechtbank verklaart de Stichting niet-ontvankelijk in haar vorderingen, mede omdat deze niet strekken tot bescherming van gelijksoortige belangen in de zin van art. 3:305a lid 1 BW, daarbij onder meer overwegende:

‘De Stichting heeft de vorderingen ingesteld voor al diegenen wiens belangen zij behartigt: particulieren, grote en kleine ondernemingen en (semi-) publieke organisaties. Het gaat dus om een zeer uiteenlopende groep van klanten. Ook als het hier in feite gaat om renteswaps die zijn verkocht aan ‘het MKB’, zoals partijen tot uitgangspunt lijken te nemen, dan gaat het nog altijd om een breed samengestelde groep. Die klanten bevonden zich bij het aangaan van de renteswap niet allemaal in dezelfde (financiële) situatie, hadden niet dezelfde kennis en ervaring, hadden wel of niet een eigen (financieel) adviseur, en sloten renteswaps af met verschillende modaliteiten.’

(...)

‘Daar komt bij dat de Stichting weliswaar stelt dat zij met deze collectieve actie een uitspraak wil verkrijgen over de (on)toelaatbaarheid van het handelen van Rabobank inzake de renteswaps, maar dat haar vorderingen veel verder strekken dan dat. De Stichting vraagt de rechtbank niet om middels verklaringen voor recht een nauw omschreven handelwijze van Rabobank te (dis)kwalificeren, maar gaat een stap verder en vraagt de rechtbank eerst en vooral te bepalen dat alle klanten hun renteswap geheel of gedeeltelijk kunnen vernietigen of ontbinden, en dat Rabobank schadeplichtig is jegens alle klanten. De verschillende grondslagen die de Stichting hiervoor aanvoert vergen een beoordeling aan de hand van de bijzondere omstandigheden van het geval. De enkele omstandigheid dat zich bij de renteswaps in veel gevallen vergelijkbare problematieken voordoen betekent niet dat de rechtbank, abstraherend van de concrete omstandigheden zoals die zich ten aanzien van al die verschillende klanten hebben voorgedaan, dergelijke verstrekkende oordelen kan geven als de Stichting de rechtbank vraagt te doen door de vorderingen zoals die zijn ingesteld. (...)’¹⁵⁷

Weliswaar verschilt het feitencomplex waarover de rechtbank moest oordelen van een publieke emissie van aandelen in die zin, dat ‘renteswaps met verschillende modaliteiten’ waren afgesloten. Zulks is bij een aandelenemissie niet aan de orde. De modaliteiten van de swaps zijn echter slechts één van de variabelen die door de rechtbank worden aangevoerd om tot de conclusie te komen dat sprake is van onvoldoende gelijksoortige belangen in de zin van art. 3:305a lid 1 BW. Ook de uiteenlopende financiële situatie van klanten, hun kennis en ervaring en het wel of niet hebben van een eigen (financieel) adviseur zijn relevante omstandigheden die moeten worden meegewogen. Met name de kennis en ervaring van

157 Rb. Oost-Brabant 29 juni 2016, ECLI:NL:RBOBR:2016:3383 (Stichting Renteswapclaim/Rabobank), r.o. 5.31-32.

de belegger is volgens de rechtspraak van de Hoge Raad bij aandelenemissies eveneens een relevante factor.¹⁵⁸

Flexibilisering van de wettelijke regeling wordt wèl beoogd met het indienen door de Minister van Veiligheid en Justitie bij de Tweede Kamer van een wetsontwerp inzake de afwikkeling van massaschade in een collectieve actie op 15 november 2016.¹⁵⁹ Dit wetsontwerp beoogt art. 3:305a BW op een aantal punten te wijzigen. Onder meer wordt het verbod tot het vorderen van collectieve schadevergoeding, opgenomen in het huidige lid 3, geschrapt. Vragen omtrent de toepassing van afdeling 6.1.10 BW (wettelijke verplichtingen tot schadevergoeding) zullen als gevolg daarvan een grote(re) rol gaan spelen in collectieve acties. Juist die vragen – welke veelal betrekking hebben op het vaststellen van csqn-verband tussen misleiding en beleggingsbeslissing, toerekening van schade aan de aansprakelijk gestelde partij (art. 6:98 BW) en eigen schuld van de belegger (art. 6:101 BW) – hebben doorgaans een individueel karakter. Daarmee wordt het reeds bestaande spanningsveld nog duidelijker zichtbaar, want het criterium dat slechts ‘gelijksoortige belangen’ voor bescherming in een collectieve actie in aanmerking komen blijft onverminderd gelden.¹⁶⁰ Hoe dient de rechter hiermee om te gaan?

Het wetsontwerp voorziet in een bijzondere rechtsgang in zaken betreffende collectieve acties als bedoeld in art. 3:305a BW, welke zijn plaats zal krijgen in een nieuw in te voeren titel 14a van Boek 3 (art. 1018b-m) Rv. Het wetsontwerp kent exclusieve bevoegdheid in collectieve procedures toe aan de rechtbank Amsterdam.¹⁶¹ De procedure is erop gericht dat stapsgewijs onder begeleiding van de rechter tot een collectieve schaderegeling wordt gekomen. Slagen partijen daar niet in, dan stelt de rechter uiteindelijk, afgaande op door partijen overgelegde schikkingsvoorstellen, zelf een schaderegeling vast. In dat kader moet de rechter voor de toepassing van afdeling 6.1.10 BW waar mogelijk de schade begroten aan de hand van categorieën van gelaedeerden.¹⁶²

Het voorontwerp voorziet reeds in een vergelijkbaar systeem van indeling van gelaedeerden in ‘groepen’.¹⁶³ Blijkens de toelichting bij het voorontwerp is de gedachte, dat de rechter met het oog op de verschillende groepen ‘meerdere verklaringen voor recht’ kan geven over kwesties die tot dusverre slechts voor individuele behandeling in aanmerking kwamen zoals zorgplicht, csqn-verband, toerekening naar redelijkheid, schadebegroting en eigen schuld. Van diverse zijden

158 HR 30 mei 2008, NJ 2010, 622 m.nt. J.B.M. Vranken; JOR 2008/209 m.nt. B.J. de Jong (De Boer c.s./TMF Financial Services) en HR 27 november 2009, NJ 2014, 201 m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43 m.nt. K. Frielink (World Online). Zie meer uitgebreid par. 7.4 en 7.5.1.

159 Kamerstukken II 2016–2017, 34 608, nr. 2. Dit wetsontwerp is voorafgegaan door een voorontwerp dat met MvT van juli tot oktober 2014 ter consultatie heeft gelegen, zie Kamerstukken II 2013–2014, 31 762, nr. 3 (bijlage). Voor commentaar op dit voorontwerp zie Stapel & Thuijs 2014, Van Duin & Lawant 2015, Arons & Koster 2014.

160 Wetsontwerp collectieve actie, art. 3:305a lid 1 BW.

161 Wetsontwerp collectieve actie, art. 1018b lid 3 Rv. Concentratie van collectieve acties in Amsterdam spoort overigens met het voornemen om ook civiele acties inzake het aanbieden van effecten aan het publiek in de zin van art. 5:1 Wft aldaar te concentreren, zie de op 8 september 2016 afgesloten internetconsultatie over het Voorontwerp Wijzigingswet financiële markten 2018 <https://www.internetconsultatie.nl/wijzigingswetfm2018>, dat een nieuw art. 1:23a Wft introduceert. Substantiële claims inzake prospectuusaansprakelijkheid zullen veelal collectief worden ingesteld en vallen dan op grond van zowel het nieuwe art. 1018b lid 3 Rv als het nieuwe art. 1:23a Wft onder de competentie van de rechtbank Amsterdam.

162 Wetsontwerp collectieve actie, art. 1018i lid 2 Rv.

163 Voorontwerp collectieve actie, art. 1018e lid 6 Rv.

is twijfel geuit over de werkbaarheid van dit systeem in de praktijk. De vrees bestaat dat het debat over (bijv.) causaal verband in de collectieve procedure tot veel discussie en complicaties op microniveau zal leiden, onder meer over de structuur van de klassen en de indeling van bepaalde benadeelden in de ene of de andere groep.¹⁶⁴ De Jong trekt in dit verband een vergelijking met de praktijk van *class actions* in de Verenigde Staten, waar het voorkomt dat de eisende partij niet-ontvankelijk wordt verklaard omdat de vragen en bewijsvermoedens ten aanzien van causaliteit per individuele belegger te zeer uiteenlopen. In dat geval zijn rechtsvragen en feitelijke vragen onvoldoende gemeenschappelijk en wordt niet voldaan aan het *predominance*-vereiste.¹⁶⁵

Het in november 2016 ingediende wetsontwerp lijkt, voor zover het betreft de mogelijkheid voor de rechter om gelaedeerden in categorieën in te delen, in art. 1018i lid 2 Rv nogal de nadruk te leggen op de collectieve actie tot schadevergoeding. In hoeverre de rechter eveneens de mogelijkheid heeft om tot een indeling in categorieën te komen in bijv. een vernietigingsactie ex art. 6:228 BW of art. 6:193j lid 3 BW wordt niet aanstonds duidelijk. Het is derhalve de vraag of de in dit hoofdstuk behandelde contractuele acties van primaire markt beleggers wegens prospectusaansprakelijkheid – de actie tot schadevergoeding wegens tekortkoming uitgezonderd – onder de nieuwe regeling op dit punt beter gefaciliteerd zullen worden.

De toekomst zal moeten uitwijzen of de nieuwe regeling aan de behoeften van de praktijk voldoet.

164 Voor een weergave van deze bedenkingen van diverse partijen zie Van Duin & Lawant 2015, par. 5.5.

165 De Jong 2014, par. 5.3.

DEEL IV SYNTHESE EN EVALUATIE

In het inleidende hoofdstuk van dit onderzoek is de vraag gesteld (i) wat de mogelijkheden zijn voor beleggers die hun beleggingsbeslissing hebben gebaseerd op een misleidend prospectus tot het instellen van een vordering op contractuele grondslag en (ii) hoe deze contractuele acties zich verhouden (a) tot elkaar en (b) tot de actie ex art. 6:193a/194 BW.¹ Een inventarisatie van mogelijke contractuele acties is in het vorige hoofdstuk gemaakt. In dit hoofdstuk zullen de verschillende acties op contractuele grondslag op hoofdlijnen tegen elkaar en tegen de actie ex art. 6:193a/194 BW worden afgezet. Voor wat betreft de contractuele acties beperk ik mij tot dwaling, bedrog, tekortkoming, non-conformiteit en de vernietigingsactie ex art. 6:193j lid 3 BW. De recentelijk ingevoerde ontbindingsactie ex art. 6:230x BW laat ik buiten beschouwing. Deze dient een ander – niet misleiding gerelateerd – doel en staat bovendien volgens het vierde lid niet ter beschikking van beleggers in beursgenoteerde effecten.

Nogmaals wordt benadrukt dat vorderingen op contractuele grondslag uitsluitend kunnen worden ingesteld door beleggers in de *primaire* markt, dat wil zeggen beleggers die de effecten bij eerste plaatsing rechtstreeks verkrijgen van hetzij de uitgevende instelling of verkopende aandeelhouders (bij een gegarandeerde emissie) hetzij de lead manager (bij een overgenomen emissie).²

Uitgangspunt is, dat in het kader van de beurshandel op de *secundaire* markt geen (koop)overeenkomsten tussen beleggers totstandkomen.³ Mogelijk in te stellen contractuele acties spelen tussen secundaire markt beleggers op de beurs geen rol. In het buitenbeurs segment werkt het prospectus via de gelijkstellingsregeling van art. 7:18 BW door in de relatie tussen de bedrijfsmatig handelende belegger die effecten doorverkoopt aan consument-beleggers. De verkoper kan door consument-beleggers worden aangesproken op non-conformiteit ten opzichte van verkoopmededelingen van eerdere verkopers, waaronder het prospectus.⁴

a. Actie wegens non-conformiteit ex art. 7:17 BW

Eerder werd opgemerkt dat waarschijnlijk de grootste hindernis voor de belegger die langs de weg van onrechtmatige daad – waaronder ik mede versta art. 6:193a/194 BW – financiële genoegdoening zoekt het causaliteitsvereiste is.

1 Zie par. 1.2 sub 2.

2 Zie voor een uiteenzetting van het contractuele speelveld van de primaire markttransactie en de overgenomen respectievelijk gegarandeerde emissie par. 15.2.1 alsmede par. 3.2.2.3 sub e.

3 Verwezen wordt naar par. 15.2.2.

4 Zie par. 16.7.8.

De belegger dient causaal verband te stellen, en in geval van tegenspraak te bewijzen, tussen enerzijds de misleiding in het prospectus en anderzijds zijn aankoopbeslissing (transactiecausaliteit) en de schade. Daarvoor geldt geen wettelijke omkering van de bewijslast. De belegger verkeert ten aanzien van het te leveren bewijs van causaal verband in beginsel in bewijsnood.⁵

De enige actie die de belegger ter beschikking staat en waarbij van hem niet wordt gevergd het bewijs van causaal verband te leveren is het beroep op non-conformiteit ex art. 7:17 e.v. BW. De aankoop van de effecten wordt immers niet *veroorzaakt* door de niet-conforme levering, maar valt daarmee samen. De regeling van art. 7:17 e.v. BW drukt zich niet uit in termen van oorzaak en gevolg, maar legt aan de verkoper een wettelijke garantieverbintenis op, te weten de verbintenis dat het geleverde niet van de koopovereenkomst afwijkt.⁶ Door het ontbreken van het causaliteitsvereiste springt de non-conformiteitsregeling direct in het oog als een potentieel aantrekkelijke weg voor de belegger om financiële genoegdoening te krijgen.

De non-conformiteitsregeling kent zelf niet het schuld- of toerekenbaarheidsvereiste. Dat betekent echter niet dat aan de uitgevende instelling of de lead manager als verkoper per definitie geen beroep op niet-toerekenbaarheid (ofwel overmacht, zie art. 6:75 BW) zou toekomen.⁷ Volgens Hijma zal het beroep op overmacht vrijwel altijd falen wanneer de verkoper het gebrek kende of behoorde te kennen. Wanneer de verkoper het gebrek niet kende en in redelijkheid niet hoefde te kennen, brengen de verkeersopvattingen mee dat het gebrek in beginsel voor rekening van de verkoper komt behoudens bijzondere omstandigheden waarvan de verkoper de bewijslast draagt. Hijma wijst op het principiële belang van een afzonderlijke toerekenbaarheidstoets, ook bij non-conformiteit.⁸ In gevallen waarin de aangesproken lead manager kan aantonen dat hij adequaat due diligence onderzoek heeft uitgevoerd en desalniettemin het gebrek niet heeft kunnen achterhalen, is dit een bijzondere omstandigheid die voor hem alsnog de mogelijkheid zou kunnen openen tot het opwerpen van de *due diligence defence*. De verkeersopvattingen zullen in dat geval bepalend zijn voor het resultaat.

De consument-belegger kan kiezen voor de ontbindingsvariant van art. 7:22 lid 1(a) BW. Voor ontbinding is niet nodig dat de tekortkoming aan de verkoper kan worden toegerekend.⁹ Het voeren van de *due diligence defence* wordt dan voor de (als verkoper aangesproken) lead manager problematisch.

Bij toewijzing van een vordering tot ontbinding kan de belegger aanspraak maken op volledige restitutie van de koopprijs, zonder dat het nodig is bewijs van geleden schade te leveren. Zoals eerder werd betoogd, is algehele ontbinding van effectentransacties niet bevorderlijk voor de goede werking van de kapitaalmarkt en verdient partiële ongedaanmaking de voorkeur.¹⁰

5 Zie par. 10.1.

6 Zie Asser/Hijma 7-1* 2013, nr. 328.

7 Asser/Hijma 7-1* 2013, nr. 329. Hijma drukt zich op deze plaats overigens niet duidelijk uit over de vraag of de overmachts-/toerekenbaarheidstoets ook plaats dient te vinden wanneer ontbinding wordt gevorderd. Waarschijnlijk is zijn antwoord op deze vraag ontkennend, zie hieronder (tekst bij) noot 9.

8 Asser/Hijma 7-1* 2013, nr. 436-436a, met verwijzing naar o.m. naar HR 9 januari 1998, NJ 1998, 272 (Brok/Huberts (rashondje)) en de gezichtspunten van A-G Hartkamp in zijn conclusie bij het arrest.

9 Asser/Hijma 7-1* 2013, nr. 495.

10 Zie par. 16.2.2.

Daarnaast lijkt de vordering op grond van non-conformiteit zich mogelijk te lenen voor het instellen door beleggers van een (gefaseerde) collectieve actie. In de eerste fase kan namens het collectief een verklaring voor recht worden gevorderd dat de geleverde effecten niet aan de (door het prospectus ingekleurde) koopovereenkomst voldoen. Daarbij geldt een geobjectiveerd normatief criterium, te weten dat de effecten niet de eigenschappen hebben die de koper op grond van de overeenkomst *mocht verwachten*.¹¹ Dit geobjectiveerde criterium kan worden geprojecteerd op het beleggerscollectief en maakt het mogelijk de vordering in te stellen zonder dat de rechter de *subjectieve* verwachtingen van iedere individuele belegger hoeft te onderzoeken. Er is sprake van 'gelijksoortige belangen' in de zin van art. 3:305a lid 1 BW.¹² Omdat bewijs van schade niet geleverd hoeft te worden, lijkt er geen directe noodzaak te zijn de procedure in twee fasen – te weten 1. verklaring voor recht op non-conformiteit; 2. schadestaatprocedure – op te knippen.

Naast al deze voordelen kent de actie uit hoofde van non-conformiteit twee beperkingen. Ten eerste dient de belegger zelf het bewijs van non-conformiteit te leveren gelet op de hoofdregel van art. 150 Rv. Hij kan niet profiteren van een wettelijke omkering van de bewijslast, zoals die ten aanzien van misleiding ex art. 6:193j lid 1 BW wel geldt voor de belegger die ageert onder de Wet OHP. De belegger kan de rechter vragen de bewijslast om te keren met een beroep op de redelijkheidsuitzondering van art. 150 Rv, maar hij heeft hieromtrent geen zekerheid. Voorts kan een consument-belegger de acties tot ontbinding en prijsvermindering slechts instellen wanneer herstel en vervanging onmogelijk zijn of van de verkoper niet gevergd kunnen worden.¹³

b. Vernietigingsactie ex art. 6:193j lid 3 BW (OHP)

Ook de recent ingevoerde vernietigingsactie van art. 6:193j lid 3 BW heeft een aantal voor de belegger zeer gunstige karakteristieken. Allereerst wordt de bewijslast ten aanzien van misleiding in zijn voordeel omgekeerd in het eerste lid van deze bepaling. Op dit punt onderscheidt deze actie zich in (voor de belegger) gunstige zin van de hierboven besproken non-conformiteitsregeling, welke geen wettelijke omkering van de bewijslast kent. Voorts staat de gedaagde partij, evenals onder de non-conformiteitregeling, geen toerekenbaarheidsverweer ter beschikking. Voor een succesvolle vernietigingsactie is schuld van de wederpartij immers geen vereiste. Op de gevolgen van het ontbreken van het toerekenbaarheidsvereiste wordt later in deze subparagraaf meer uitgebreid ingegaan.

Wanneer algehele vernietiging van de transactie plaatsvindt, dient volledige restitutie van de koopprijs plaats te vinden en is er voor de belegger geen noodzaak de omvang van zijn schade aannemelijk te maken. Op dit punt onderscheidt

11 Art. 7:17 lid 2 BW.

12 Zie voor e.e.a. par. 16.10. Hierbij abstraheer ik van art. 7:17 lid 5 BW, dat de koper een beroep op non-conformiteit ontnemt wanneer deze hem bij het sluiten van de overeenkomst 'bekend was of redelijkerwijs bekend kon zijn'. Lid 5 zou de rechter mogelijk kunnen verplichten tot onderzoek naar de kennis van individuele beleggers en daarmee het instellen van een collectieve actie in de weg kunnen staan. Indien de verkoper in de procedure geen of onvoldoende feiten stelt die op bijzondere kennis van (individuele) beleggers wijzen, hoeft de rechter deze niet te onderzoeken en kan de collectieve actie mijns inziens doorgang vinden.

13 Zie art. 7:22 lid 2 BW. Herstel en vervanging zullen overigens in de context van een kapitaalmarkttransactie vaak niet mogelijk zijn; zie par. 16.7.3.

de actie zich in gunstige zin van de actie ex art. 6:193a/194 BW, waarbij door de belegger wel het bewijs van geleden schade moet worden geleverd.

Een belangrijk minpunt van deze vernietigingsactie is, dat – anders dan bij non-conformiteit – bewijs van transactiecausaliteit wél door de belegger geleverd zal moeten worden. Art. 6:193j lid 3 BW biedt immers een basis voor vernietiging van overeenkomsten die ‘als gevolg van’ een oneerlijke handelspraktijk tot stand zijn gekomen. Hier dreigt de belegger in bewijsnood te geraken. Is aangewezen dat hij, evenals de op basis van art. 6:194 BW agerende beleggers in het World Online-arrest, hierin door de rechter tegemoet wordt gekomen? Een bevestigend antwoord op deze vraag zou betekenen dat de rechter, wanneer het misleidende karakter van de prospectusmededelingen eenmaal vaststaat, het bestaan van transactiecausaliteit tot uitgangspunt neemt. Gedaagden hebben vervolgens de mogelijkheid om tegenbewijs te leveren. De bewijsleveringslast – niet het bewijsrisico – zou daarmee naar gedaagden verschuiven. Een pleitbezorger van deze gedachtegang binnen de context van de *dwalingsactie* is Sinninghe Damsté.¹⁴ Eerder is door mij gesteld dat dit pleidooi mijn steun heeft voor zover de procedure niet uitmondt in algehele vernietiging van beurstransacties, welke de goede werking van de effectenmarkten ondergraaft.¹⁵ Zolang met gebruikmaking van art. 3:53 lid 2 BW wordt aangestuurd op het (geheel of voor een belangrijk deel) ontnemen aan de vernietiging van haar werking en op genoegdoening van de belegger door een uitkering in geld, stuit verlichting van zijn bewijspositie naar mijn mening niet op kapitaalmarkt-technische bezwaren en kan deze zelfs aangewezen zijn met het oog op art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn (beginsel van effectieve rechtsbescherming).

Art. 6:193j lid 3 BW lijkt zonder veel problemen te kunnen worden ingepast in een collectieve actie van consument-beleggers. Voor het vaststellen van het misleidende karakter van de handelspraktijk geldt een geobjectiveerd criterium, te weten de kennis en het voorstellingsvermogen van de *gemiddelde* belegger.¹⁶ Wanneer een verklaring voor recht wordt gevorderd dat sprake is van misleiding, hoeft de rechter derhalve geen onderzoek te doen naar de geestestoestand van individuele beleggers. Wel zal de transactiecausaliteit pas in een tweede fase van de procedure aan de orde kunnen komen. Daarin moet per *individuele* belegger worden nagegaan of deze bij het nemen van zijn beleggingsbeslissing daadwerkelijk is beïnvloed door de misleidende mededelingen.

Het ontbreken van een toerekenbaarheidsvereiste in art. 6:193j lid 3 BW verdient nadere aandacht. Kan de belegger daarvan profiteren? Vernietiging van de koopovereenkomst in een overgenomen emissie zou immers in beginsel ook moeten worden uitgesproken tegen de lead manager die adequaat due diligence onderzoek heeft verricht, maar desondanks de opname van misleidende mededelingen in het prospectus niet heeft weten te voorkomen. Anders dan in de context van een actie tot schadevergoeding ex art. 6:193a/194 BW zou de *due diligence defence* hem geen soelaas bieden. De beide acties zouden tot een conflicterend resultaat leiden.

14 Sinninghe Damsté 2010, p. 84-85.

15 Zie par. 16.4.3.

16 Art. 6:193c lid 1 BW. Dit is dezelfde als de maatman van de arresten De Boer c.s./TMF, World Online en Gut Springenheide.

Wellicht kan voor het antwoord op deze vraag zinvol worden aangeknoopt bij het dwalingsleerstuk. Zuiver rechtssystematisch geoordeeld hoeft het uiteenlopen van de acties uit dwaling en onrechtmatige daad civielrechtelijk niet op bezwaren te stuiten.¹⁷ Wel geldt bij dwaling dat geen vernietiging kan plaatsvinden wanneer de dwaling in verband met de aard van de overeenkomst, de in het verkeer geldende opvattingen of de omstandigheden van het geval voor rekening van de dwalende behoort te blijven.¹⁸ Dit impliceert een risicoafweging aan de hand van de verkeersopvatting, welke alsnog in het nadeel van de belegger kan uitvallen. In dat geval stuit ook de dwalingsactie af op de *due diligence defence* van de lead manager, niet door het ontbreken van schuld maar krachtens verkeersopvattingen.¹⁹ Een dergelijke risicoafweging wordt door art. 6:193j lid 3 BW niet voorgeschreven. Wanneer de misleiding eenmaal vaststaat, lijkt vernietiging onder deze bepaling, ook voor de lead manager die adequaat due diligence onderzoek heeft uitgevoerd, op het eerste gezicht onontkoombaar. Mocht men dit resultaat onbevredigend vinden, dan kan overwogen worden om de risicoafweging op basis van verkeersopvattingen van art. 6:228 lid 2 BW eveneens op de vernietigingsactie van art. 6:193j lid 3 BW van toepassing te verklaren.²⁰

Al met al lijkt de vernietigingsactie ex art. 6:193j lid 3 BW voor de consument-belegger die de lead manager aanspreekt onder omstandigheden een effectiever wapen op te leveren dan de dwalingsactie. Omdat bedrijfsmatig handelende beleggers de actie van art. 6:193j lid 3 BW niet tot hun beschikking hebben en voor vernietiging aangewezen blijven op de dwalingsactie, ontstaat tussen beide categorieën beleggers in de primaire markt een ongelijke (bewijs)positie. Het is mijns inziens wenselijk dat de toepassing van de vernietigingsactie van art. 6:193j lid 3 BW op beurstransacties wordt uitgesloten, hetzij door de rechter naar analogie van art. 6:230x lid 4 BW hetzij door wetwijziging, zoals eerder door mij werd bepleit.²¹ Daarmee wordt de genoemde ongelijkheid voor deze (belangrijke) categorie transacties opgeheven.

c. Schadevergoedingsactie ex art. 6:193a/194 BW (MVR/OHP)

Het zal weinig verbazing wekken dat de schadevergoedingsactie op grond van art. 6:193a/194 BW voor de primaire markt belegger in menig opzicht equivalent is aan de vernietigingsactie van art. 6:193j lid 3 BW. Beide voorzien in omkering van de bewijslast ten aanzien van het misleidend karakter van de gedane mededelingen (art. 6:193j lid 1 BW). Beide kennen een geobjectiveerde maatstaf voor misleiding (art. 6:193c lid 1 BW) en lenen zich daardoor goed voor het vorderen van een verklaring voor recht in een collectieve procedure. Beide laten het causaliteitsbewijs op de schouders van de belegger rusten.

Een belangrijk verschil tussen beide regelingen is, dat de schadevergoedingsactie van art. 6:193a/194 BW een bijzondere variant is van de actie uit onrecht-

17 Par. 16.4.1, (tekst bij) noot 55, met verwijzing naar Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nr. 640.

18 Art. 6:228 lid 2 BW.

19 Zie voor de uitwerking van e.e.a. par. 16.4.1.

20 Dit zou gemotiveerd kunnen worden met een beroep op analogie dan wel toepassing van de schakelbepaling van art. 6:216 BW. Een vergelijkbare gedachtegang is ontwikkeld door Arons 2015, die analoge toepassing van art. 6:230 BW op de actie ex art. 6:193j lid 3 BW bepleit. Zie Franx 2016 voor (1) consumentenrechtelijke bezwaren tegen het aanbrengen van een integrale koppeling tussen de art. 6:230 BW en 6:193j lid 3 BW en (2) alternatieve technieken om de vernietiging ex art. 6:193j BW van transacties in (beursgenoteerde) effecten tegen te gaan.

21 Zie par. 16.9; Franx 2016.

matige daad en om die reden het vereiste van toerekenbaarheid kent. Het doen van misleidende mededelingen moet aan de gedaagde kunnen worden toegerekend. Eerder is betoogd dat toerekening aan de uitgevende instelling doorgaans niet op problemen stuit, maar dat aan de lead manager die adequaat due diligence onderzoek heeft verricht in beginsel een toerekenbaarheidsverweer ten dienste staat (*due diligence defence*).²² In de context van de vernietigingsactie ex art. 6:193j lid 3 BW geldt, zoals gezegd, niet het vereiste van toerekenbaarheid. In dat opzicht is de vernietigingsactie voor de belegger gunstiger.

Ook voor wat betreft het te behalen financiële resultaat verschillen de beide regelingen van elkaar. Op grond van art. 6:193a/194 BW kan volledige schadevergoeding worden gevorderd. De vernietigingsactie van art. 6:193j BW strekt (slechts) tot restitutie van de door de belegger betaalde koopprijs.

d. Dwalingsactie ex art. 6:228 BW

Het instellen van de dwalingsactie levert de consument-belegger op het eerste gezicht geen evidente voordelen op ten opzichte van de vernietigingsactie op basis van art. 6:193j lid 3 BW.²³ Als uitzondering kan wellicht worden genoemd de actie ingesteld door de zwak begaafde belegger, die betoogt dat zijn kennis en voorstellingsvermogen inferieur is aan dat van de gemiddelde ‘maatman’ belegger. De subjectieve maatstaf van dwaling noodzaakt de rechter dan om te beoordelen of bij de belegger zelf sprake was van een onjuiste voorstelling van zaken, uitgaande van zijn individuele (inferieure) kennisniveau. De drempel om dwaling vast te stellen komt daarmee lager te liggen dan de drempel van de gemiddelde belegger die geldt in het kader van de vernietigingsactie van art. 6:193j lid 3 BW.

Voor de dwalingsactie geldt, evenals voor de actie op basis van art. 6:193j lid 3 BW, dat (i) de gedaagde partij geen toerekenbaarheidsverweer ter beschikking staat; (ii) er bij algehele vernietiging gevolgd door volledige restitutie van de koopprijs geen noodzaak voor de belegger is om bewijs van schade te leveren; en (iii) bewijs van causaliteit wél door de belegger geleverd moet worden.²⁴

Voor het overige heeft het instellen van de dwalingsactie voor de consument-belegger ten opzichte van de actie ex art. 6:193j lid 3 BW enkele duidelijke nadelen. (1) De belegger zal moeten bewijzen dat hij bij het sluiten van de koopovereenkomst uitging van een onjuiste voorstelling van zaken welke het gevolg is van onjuiste of onvolledige mededelingen van de wederpartij.²⁵ Daarentegen keert art. 6:193j lid 1 BW de bewijslast ten aanzien van misleiding om ten gunste van de belegger. (2) Voorts geldt bij dwaling het kenbaarheidsvereiste. Voor de uitgevende instelling of de lead manager, als contractuele wederpartij van de belegger, moet duidelijk zijn dat de eigenschap waaromtrent wordt gedwaald voor de belegger van beslissende betekenis is voor het aangaan van de koopover-

22 Zie par. 9.3 en 9.4. Het betreft de *due diligence defence*.

23 Verkade 2016 merkt in het voorwoord bij de tweede druk zelfs op, dat art. 6:193j lid 3 BW ‘het belang van de andere vanouds bekende BW-leerstukken waarop een misleide consument een beroep kan doen, heeft doen verbleken’.

24 Mogelijk met verlichting van de bewijspositie van de belegger zoals in de literatuur is bepleit (zie hierboven sub b, noot 14).

25 Zie art. 6:228 lid 1 BW. Ook op dit punt kan men weer voor verlichting van de positie van de belegger pleiten, zoals Sinninghe Damsté 2010, p. 83-84 doet. Zie par. 16.4.3.

eenkomst.²⁶ (3) Tenslotte vindt bij dwaling in het kader van art. 6:228 lid 2 BW een risicoafweging plaats welke alsnog in het nadeel van de belegger kan uitpakken en vernietiging kan blokkeren. Deze risicoafweging wordt door art. 6:193j lid 3 BW niet voorgeschreven.²⁷

De bedrijfsmatig handelende belegger, die zich niet op de regeling van art. 6:193a e.v. BW kan beroepen, blijft voor vernietiging aangewezen op de dwalingsactie.

e. Actie ex art. 6:74 BW (tekortkoming)

Ten opzichte van de non-conformiteitsregeling, de dwalingsactie en de vernietigingsactie ex art. 6:193j lid 3 BW biedt het ageren op basis van art. 6:74 BW de belegger het voordeel dat hij vergoeding van de volledige schade kan vorderen. Het bedrag daarvan kan hoger zijn dan het bedrag dat hem toekomt bij restitutie na toewijzing van een ontbindings- of vernietigingsactie, bijvoorbeeld omdat hij ook gederfd rendement op alternatieve beleggingen wil vorderen. Het kan daarom onder omstandigheden voor de belegger zinvol zijn de actie tot schadevergoeding aanvullend aan een ontbindings- of vernietigingsactie in te stellen.

De voorwaarden waaraan voor een succesvolle actie wegens tekortkoming moet zijn voldaan zijn echter niet gunstiger dan die van de voorgaande acties. De belegger moet zelf de tekortkoming ten opzichte van het prospectus bewijzen. Anders dan onder art. 6:193j/195 lid 1 BW geniet hij dus niet het voordeel van omkering van de bewijslast. Van het causale verband en de schade zal belegger eveneens het bewijs moeten leveren.

In beginsel wordt schadevergoeding alleen toegewezen in geval van toerekenbare tekortkoming. Er geldt dus een toerekenbaarheidsvereiste, hetgeen de aangesproken lead manager in staat stelt – mits hij adequaat due diligence onderzoek heeft uitgevoerd – de *due diligence defence* te voeren. Vordert de belegger ontbinding en restitutie van de koopprijs, dan geldt niet het vereiste van toerekenbaarheid en wordt het voeren van de *due diligence defence* voor de lead manager problematisch.²⁸ Voor de uitgevende instelling en de lead manager lijkt het raadzaam de ontbindingsvordering in het kader van de inschrijvingsprocedure voor primaire markt beleggers contractueel uit te sluiten.

f. Actie wegens bedrog ex art. 3:44 lid 5 BW

Een actie wegens bedrog is uitsluitend aan de orde indien sprake is van opzettelijk gedane onjuiste mededelingen of opzettelijk verzwijgen van feiten door de uitgevende instelling of de lead manager. Dit is een zeer uitzonderlijke situatie. De belegger draagt de (zware) bewijslast van opzet van de wederpartij. In de praktijk zullen beleggers dan ook niet snel hun toevlucht nemen tot deze actie. Verdere behandeling laat ik achterwege.

²⁶ Zie eveneens art. 6:228 lid 1 BW en par. 16.4.1.

²⁷ Zie hierboven sub b voor mogelijkheden om deze risicoafweging toch in art. 6:193j lid 3 BW in te lezen dan wel het resultaat van deze actie op andere wijze te mitigeren.

²⁸ Asser/Hijma 7-1* 2013, nr. 495. Zie ook hierboven sub a.

In dit afsluitende hoofdstuk wordt de vraag aan de orde gesteld of de geldende regeling van art. 6:193a/194 e.v. BW een passend wettelijk kader vormt voor delictuele prospectusaansprakelijkheid, dan wel of wetswijziging in enigerlei vorm is aangewezen. Het betreft de beantwoording van de eerder geformuleerde derde onderzoeksvraag.¹

Aangezien de bewuste keuze is gemaakt om rechtsvergelijking in deze studie achterwege te laten, kunnen buitenlandse jurisdicties in dit hoofdstuk niet als baken dienen en moet een andere benadering worden gekozen. Deze zal als volgt zijn: eerst worden de kernelementen en karakteristieken van de wettelijke regeling, welke bepalend zijn voor de systematiek daarvan, geïnventariseerd (par. 18.1); per element/karakteristiek zal worden beoordeeld in hoeverre deze enige ruimte biedt tot wijziging (par. 18.1); vervolgens zullen enkele concluderende opmerkingen worden gemaakt (par. 18.2).

18.1 Kernelementen en karakteristieken van de afdelingen 6.3.3A en 6.3.4 BW

a. Richtlijnenrecht

De afdelingen 6.3.3A en 6.3.4 BW zijn de omzetting in het Nederlandse recht van Richtlijn 84/450 inzake misleidende reclame en Richtlijn 2005/29 inzake oneerlijke handelspraktijken.

Beoordeling

De art. 6:193a/194 e.v. BW zijn Unierechtelijk gezien de afgeleiden van de Richtlijn MVR en de (consumentenrechtelijke) Richtlijn OHP. De prospectusaansprakelijkheid kan uitsluitend aan dit richtlijnenrecht worden onttrokken door het uitbrengen van een prospectus *niet* als handelspraktijk (Richtlijn OHP) respectievelijk reclame-uiting (Richtlijn MVR) te kwalificeren. Dit laatste zou voorafgaand aan inwerkingtreding van de Richtlijn OHP in 2008 wellicht nog denkbaar zijn geweest door het prospectus, vanwege het ontbreken van een expliciet wervend karakter, niet als ‘reclame’ in de zin van art. 2 Richtlijn MVR te

¹ Zie par. 1.2. De onderzoeksvraag laat de in hoofdstuk 16 behandelde contractuele acties voor de belegger buiten beschouwing. Deze zijn tot op heden minder gangbaar, staan uitsluitend ter beschikking aan de belegger in de primaire markt en worden – anders dan art. 6:193a/194 BW – doorgaans niet specifiek in verband gebracht met het leerstuk van prospectusaansprakelijkheid.

bestempelen. De richtlijn OHP legt echter een uitdrukkelijk verband met prospectusinformatie en lijkt daarmee buiten discussie te stellen dat het uitbrengen van een prospectus kwalificeert als handelspraktijk.² Gelet op de beoogde synergie tussen de beide richtlijnen lijkt het daarmee moeilijk verdedigbaar te zijn geworden het uitbrengen van het prospectus buiten het begrip ‘reclame’ in de zin van de Richtlijn MVR te trekken. Kort gezegd: waar en op welke wijze men de prospectusaansprakelijkheid ook in de nationale wetgeving onderbrengt, de regeling zal te allen tijde moeten voldoen aan de parameters van de Richtlijnen MVR en OHP.

b. Effectieve rechtsbescherming van beleggers

Zowel op grond van het Unierecht als het nationale recht kunnen beleggers aanspraak maken op effectieve rechtsbescherming.

Beoordeling

Art. 3 Prospectusrichtlijn 2003/71, omgezet in art. 5:2 Wft, maakt aanbiedingen van effecten aan het publiek en toelating van effecten tot de handel op een gerelementeerde markt prospectusplichtig. Art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn geeft de belegger die afgaat op dit verplichte prospectus aanspraak op effectieve rechtsbescherming, hetgeen inhoudt dat door hem in te stellen schadevergoedingsacties tegen prospectusverantwoordelijken niet uiterst bezwaarlijk of onmogelijk mogen worden gemaakt door vereisten van nationaal recht.³ Hieruit vloeit voort dat de materieelrechtelijke bepalingen van nationaal recht waarop de belegger zich beroept door de rechter onder omstandigheden welwillend moeten worden uitgelegd, evenals de ter zake toepasselijke regels van bewijsrecht.⁴

De belegger die afgaat op een *niet* door de Prospectusrichtlijn verplicht voorgeschreven prospectus kan buiten Unierechtelijke context, naar moet worden aangenomen, een beroep doen op effectieve rechtsbescherming op basis van art. 3:296 lid 1 BW en art. 13 EVRM (recht op een ‘daadwerkelijk rechtsmiddel’).⁵ Laatstgenoemde bepaling verhindert dat er, ook in het marktsegment dat buiten de Prospectusrichtlijn valt, ten nadele van de belegger aan het beginsel wordt getornd.

Eventuele voorstellen om de wettelijke regeling ‘minder beleggersvriendelijk’ te maken lopen de kans af te stuiten op het beginsel van effectieve rechtsbescherming. Een voorstel in die richting is bijv. gedaan door Boll in zijn preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht. Boll suggereert de regeling van prospectusaansprakelijkheid op te nemen in een specifieke bepaling in het effectenrecht en daarin expliciete uitzonderingen te maken op de bewijslastomkering ten aan-

2 Art. 7 lid 5 Richtlijn OHP bepaalt dat “overeenkomstig de communautaire wetgeving vereiste informatie (...)” – waaronder uitdrukkelijk ook de informatie vereist door art. 5, 7 en 8 Prospectusrichtlijn wordt begrepen – als ‘essentieel’ wordt beschouwd in de zin van de Richtlijn OHP. Art. 7 lid 5 Richtlijn OHP is omgezet in art. 6:193f sub e BW.

3 Zie par. 5.5.2.

4 Ten aanzien van de consument-belegger kan bovendien worden betoogd dat art. 169 lid 1 VWEU een hoog niveau van consumentenbescherming voorschrijft en dat door HvJEG 26 oktober 2006, C-168/05, NJ 2007, 201 m.nt. M.R. Mok (Mostaza Claro/Móvil) een verband is gelegd tussen consumentenbescherming en de communautaire openbare orde. Zie par. 4.3.1.

5 Zie in dit verband Franx 2015, par. 2.1 en 2.3 waar wordt uiteengezet dat het beginsel van effectieve rechtsbescherming niet ‘uniespecifiek’ is.

zien van onrechtmatigheid/misleiding.⁶ Blom gaat in zijn dissertatie een aanzienlijke stap verder door voor te stellen een effectenrechtelijke bepaling in te voeren welke de gehele regeling van art. 6:194 e.v. BW buiten toepassing verklaart voor prospectussen. De belegger moet het dan stellen met art. 6:162 BW en het huidige art. 150 Rv.⁷ Gelet op de eerder geschetste structurele bewijsnood waarin de belegger verkeert⁸ en het beginsel van effectieve rechtsbescherming dat van oudsher reeds geldt en sinds 2003 bovendien is gecodificeerd in art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn, maakten en maken dergelijke vergaande voorstellen tot wetswijziging geen kans van slagen.

c. Civiel aansprakelijkheidsrecht; onrechtmatige daad

De art. 6:193a/194 BW zijn geïncorporeerd in het onrechtmatige daadsrecht, dat op zijn beurt deel uitmaakt van het civiele aansprakelijkheidsrecht.

Beoordeling

Eerder werd opgemerkt dat de Richtlijn MVR en de Richtlijn OHP op zichzelf niet dwingen tot implementatie in het onrechtmatige daadsrecht. De wetgever had kunnen volstaan met het uitvaardigen van een publiekrechtelijk verbod. Implementatie als bijzonder type van onrechtmatige daad is niet zonder meer vanzelfsprekend.⁹ Daartegenover staat, dat de effectieve rechtsbescherming van art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn voorschrijft om de ‘wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen inzake burgerrechtelijke aansprakelijkheid’ van de lidstaten van toepassing te doen zijn op de personen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus verstrekte informatie. Inpassing van de prospectusaansprakelijkheid in het bredere kader van het aansprakelijkheidsrecht is derhalve onvermijdelijk. Dit betekent onder meer dat de bepalingen van afdeling 6.1.10 BW (wettelijke verplichtingen tot schadevergoeding) van toepassing zijn.

Een en ander zou niet anders zijn indien de wetgever ervoor zou kiezen (1) de Richtlijnen MVR en OHP *niet* te implementeren als onrechtmatige daad, maar door uitvaardiging van een algemeen publiekrechtelijk verbod op het doen van misleidende verkoopgerichte mededelingen respectievelijk het verrichten van oneerlijke handelspraktijken en/of (2) een meer specifiek verbod tot het uitbrengen van een misleidend prospectus op te nemen in het publieke effectenrecht. Schending van een dergelijk verbod zou een handeling in strijd met een wettelijke plicht in de zin van art. 6:162 lid 2 BW opleveren, hetgeen de laedens alsnog aansprakelijk zou doen zijn op grond van onrechtmatige daad.¹⁰

Concluderend kan worden gesteld dat er weliswaar ruimte voor de wetgever is om de Richtlijnen MVR en OHP op andere wijze om te zetten dan als bijzonder type van onrechtmatige daad, maar dat onttrekking van de prospectusaansprakelijkheid aan het onrechtmatige daadsrecht desalniettemin moeilijk denkbaar is. Voor de belegger in de secundaire markt geldt bovendien dat een alternatieve

6 Blom & Boll 1995, p. 201.

7 Blom 1996, p. 224-225.

8 Zie par. 11.2.6.

9 Zie par. 6.2.

10 Daarbij ga ik ervan uit dat is voldaan aan het relativiteitsvereiste.

route ontbreekt.¹¹ De mogelijkheid om aansprakelijkheid voor een misleidend prospectus niet in het BW, maar in het effectenrecht te regelen maakt een en ander niet anders.¹²

d. Schuldaansprakelijkheid met verkeersopvattingen (risico) als alternatieve toerekeningsgrond

Prospectusaansprakelijkheid wordt naar geldend recht in beginsel aangenomen op basis van schuld. Art. 6:162 lid 3 BW laat de mogelijkheid van toerekening op grond van verkeersopvattingen (risico) open.

Beoordeling

Eerder werd vastgesteld dat, zeker sinds het wijzen van het Coop-arrest door de Hoge Raad,¹³ de aansprakelijkheid van de lead manager voor een misleidend prospectus doorgaans wordt ingekleurd als schuldaansprakelijkheid. Ook prospectusaansprakelijkheid van de uitgevende instelling moet conceptueel als schuldaansprakelijkheid worden beschouwd, zij het dat in dat geval de mogelijkheid van disculpatie dermate theoretisch lijkt te zijn, dat de facto sprake is van een naar risico tenderende aansprakelijkheid.¹⁴

Het Coop-arrest is gewezen onder het regime van art. 1401 BW (oud), dat uitsluitend schuld als basis voor aansprakelijkheid hanteerde. Het huidige recht biedt in art. 6:162 lid 3 BW de mogelijkheid om aansprakelijkheid uit onrechtmatige daad, behalve op schuld, alternatief te baseren op verkeersopvattingen (risico). Deze alternatieve toerekeningsmaatstaf moet voor de prospectusaansprakelijkheid als een verrijking worden beschouwd. Niet kan worden uitgesloten dat in bepaalde situaties het aannemen van aansprakelijkheid op grond van verkeersopvattingen aangewezen is. Als voorbeeld kan genoemd worden de lead manager die weliswaar adequaat due diligence onderzoek heeft verricht, maar een onverantwoord risico heeft genomen door de emissie van een uitgevende instelling te begeleiden wier informatiesystemen aanzienlijk onder de maat zijn.¹⁵

De huidige structuur van het onrechtmatige daadsrecht met – zoals is bevestigd in het Coop-arrest – schuld als primaire basis van toerekening aan de lead manager en verkeersopvattingen (risico) als alternatief biedt de rechter de nodige flexibiliteit om op de omstandigheden van het geval in te spelen en geeft geen aanleiding om voor prospectusaansprakelijkheid een afzonderlijk aansprakelijkheidsregime te creëren.

e. Geen wettelijke definitie van 'prospectus'

Het begrip 'prospectus' is niet in de wet gedefinieerd.

11 De actie uit ongerechtvaardigde verrijking (art. 6:212 BW) lijkt ongeschikt te zijn, zie par. 1.3. Een mogelijke contractuele actie staat onder omstandigheden alleen ter beschikking aan beleggers in de primaire markt, zie hoofdstuk 16.

12 In par. 6.4 wordt vastgesteld dat deze mogelijkheid er weliswaar is, maar wordt aan de hand van een typering van het effectenrecht/financiële toezichtrecht beargumenteerd dat een regeling van civiele prospectusaansprakelijkheid daarin niet thuishoort.

13 HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade (Coop).

14 Zie par. 9.3 en par. 9.4.

15 Zie par. 9.4.

Beoordeling

Omdat de aansprakelijkheid voor een misleidend prospectus onder de meer algemene regeling van aansprakelijkheid voor misleidende mededelingen (art. 6:194 e.v. BW) respectievelijk oneerlijke handelspraktijken (art. 6:193a e.v. BW) valt, bestaat geen behoefte aan een wettelijke definitie van het begrip ‘prospectus’. Sterker, het koppelen van aansprakelijkheid aan de meer algemene begrippen ‘mededelingen’ en ‘handelspraktijken’ verdient naar mijn mening wettssystematisch de voorkeur boven het voortbouwen op een scherp afgebakend prospectusbegrip. De huidige wettelijke systematiek laat (1) aanbiedingsdocumenten die formeel gesproken niet als prospectus (in de zin van de Prospectusrichtlijn) kwalificeren, zoals een onverplicht, tot een beperkte groep beleggers gericht *private placement memorandum*,¹⁶ en (2) mededelingen van de uitgevende instelling en/of de lead manager die in verband met de betreffende emissie *buiten* het prospectus worden gedaan,¹⁷ onder hetzelfde aansprakelijkheidregime als het prospectus vallen. Dit komt de overzichtelijkheid en rechtseenheid ten goede.

f. Flexibel misleidingsbegrip

Het begrip ‘misleiding’ is niet in de wet gedefinieerd. De wet en de parlementaire geschiedenis geven slechts enkele contouren aan.

Beoordeling

In de totstandkomingsfase van de Wet MVR (1980) heeft de wetgever gewezen op ‘de vele verschijningsvormen waarin het misleidend karakter van een reclamemededeling zich kan voordoen’ en om die reden een wettelijke definitie achterwege gelaten. In (de voorganger van) art. 6:194 BW wordt volstaan met het geven van een niet-limitatieve opsomming van enkele ‘opzichten’ waarin een mededeling misleidend kan zijn (aspectenlijst). Invulling van het misleidingsbegrip wordt uitdrukkelijk overgelaten aan de rechter.¹⁸ De Europese rechter heeft in het Gut Springenheide arrest van 1998 de consument-maatman neergezet, waarop de Hoge Raad later heeft voortgeborduurd met het hanteren van de maatman-belegger in de arresten World Online en De Boer/TMF.¹⁹ Beide arresten zijn gewezen onder art. 6:194 BW (oud), zoals dat tot inwerkingtreding van de Wet OHP gold voor zowel bedrijfsmatige als consument-beleggers.

De Wet OHP vermeldt in art. 6:193c BW, naast een aspectenlijst, eveneens de maatstaf waaraan het al dan niet misleidend zijn van een mededeling dient te worden getoetst, te weten de kennis en ervaring van ‘de gemiddelde consument’ en uit zich in die zin specifiekere dan de Wet MVR. Maar ook deze maatstaf laat nog steeds veel ruimte voor invulling door de rechter.²⁰ Deze zal ook in het kader van de Wet OHP bij het vaststellen van de misleidingsmaatstaf gebruik maken van de Gut Springenheide maatman.

16 Voor beschouwingen over het prospectusbegrip, zie par. 5.5.1.

17 Aansprakelijkheid voor mededelingen van de uitgevende instelling buiten het prospectus wordt behandeld in hoofdstuk 12.

18 Zie par. 7.1 met verwijzing naar de betreffende Kamerstukken, waarin primair gerefereerd wordt aan ‘de intelligentie en het voorstellingsvermogen van het gemiddelde publiek’ als maatstaf voor misleiding.

19 Zie par. 7.5.1.

20 Art. 6:193g BW voorziet weliswaar in een ‘zwarte lijst’ van concrete gedragingen die als misleidende handelspraktijken gelden, maar deze zijn voor prospectusaansprakelijkheid niet relevant. Zie par. 6.6.1.

De agerende belegger is derhalve zowel onder de Wet MVR als de Wet OHP in hoge mate aangewezen op het oordeel van de rechter over de vraag of prospectusinformatie de gemiddelde consument dan wel het gemiddelde publiek misleidt of kan misleiden. Dit oordeel zal uiteraard sterk afhankelijk zijn van de feitelijke omstandigheden, in het bijzonder de concrete inhoud van de betreffende mededeling en de vraag tot wie deze is gericht. Deze mate van flexibiliteit van het misleidingsbegrip en de belangrijke rol die bij invulling daarvan voor de rechter is weggelegd zijn naar mijn mening wenselijk. Het stelt de rechter in staat maatwerk te leveren in kwesties van prospectusaansprakelijkheid. De wijze waarop thans aan het misleidingsbegrip vorm wordt gegeven in het civiele aansprakelijkheidsrecht noopt mijns inziens dan ook niet tot wetswijziging.

g. Wettelijke bewijslastomkering onrechtmatigheid en toerekenbaarheid

De art. 6:193j/195 BW keren de bewijslast om ter zake van (1) de materiële juistheid en volledigheid van prospectusmededelingen en (2) de toerekenbaarheid van de misleiding aan de openbaarmaker/inhoudsbepaler van het prospectus respectievelijk de ‘verrichter’ van de misleidende handelspraktijk.

Beoordeling

De dubbele bewijslastomkering van art. 6:193j/195 BW wordt wel als de essentie van de wettelijke regeling beschouwd. Het is deze bewijslastomkering die bewerkstelligt dat de belegger in een aansprakelijkheidsprocedure tegen de uitgevende instelling en de lead manager bewijstechnisch niet bij voorbaat kansloos is. De belegger beschikt immers in beginsel niet over de noodzakelijke informatie die ten grondslag ligt aan het prospectus en die een rol heeft gespeeld in het totstandkomingsproces daarvan. Deze informatie bevindt zich in het domein van de uitgevende instelling en de lead manager. De situatie tendeert naar structurele bewijsnood van de belegger.²¹

Ten aanzien van het eerste onderdeel van de bewijslastomkering (materiële juistheid/volledigheid) bepaalt art. 6 Richtlijn MVR/art. 12 Richtlijn OHP dat de nationale rechter de *bevoegdheid* moet krijgen om de bewijslast op dit punt om te keren ten gunste van de gedaagde partij. Door aan de rechter niet slechts de bevoegdheid tot bewijslastomkering te verlenen, maar door haar in art. 6:193j/195 lid 1 BW tot *regel* te verheffen lijkt de Nederlandse wetgever verder te zijn gegaan dan de beide richtlijnen voorschrijven. De werking van de bewijslastomkering wordt vervolgens wel gemitigeerd door aan de rechter ruimte te geven om haar geheel of gedeeltelijk ongedaan te maken ‘als dat passend lijkt, gelet op de omstandigheden van het geval en met inachtneming van de rechtmatige belangen van de handelaar en van elke andere partij bij de procedure’ (art. 6:193j lid 1 BW) respectievelijk met een beroep op de redelijkheidscorrectie van art. 150 Rv (voor wat betreft art. 6:195 BW).²² Maar per saldo lijkt de wettelijke regeling toch iets sterker op daadwerkelijke bewijslastomkering aan te sturen dan de beide richtlijnen. In die zin kan mogelijk worden gesteld dat het beschermingsniveau van de wet iets hoger ligt dan dat van het richtlijnenrecht. Voor art. 6:193j lid 1 BW betekent dit, dat wellicht betoogd zou kunnen worden dat de bepaling op enigszins

21 Zie voor e.e.a. par. 11.2.6.

22 Zie voor e.e.a. par. 11.2.1.

gespannen voet staat met het beginsel van maximum harmonisatie dat geldt voor het regime van de Richtlijn OHP.²³ Het betreft een subtiel verschil in formulering tussen wet en richtlijn dat in de praktijk nauwelijks of niet tot afwijkende resultaten zal leiden. Met (opnieuw) het oog op de structurele bewijsnood waarin de belegger verkeert en de wenselijkheid van rechtseenheid tussen de art. 6:193j en 195 BW acht ik onvoldoende termen aanwezig om op grond van het voorgaande een wijziging van art. 6:193j lid 1 BW ten detrimente van de belegger te bepleiten.

Het tweede onderdeel van de bewijslastomkering (toerekenbaarheid) vloeit niet voort uit de beide onderliggende richtlijnen. Binnen de aan de lidstaten overgelaten regelingsruimte heeft de wetgever niet alleen gekozen voor implementatie in de vorm van onrechtmatige daad, maar ook voor omkering van de last van het toerekenbaarheidsbewijs.²⁴ De feiten die doorslaggevend (kunnen) zijn voor het leveren van het toerekenbaarheidsbewijs liggen doorgaans in het domein van de gedaagde, zodat ook te dien aanzien sprake is van bewijsnood aan de kant van de belegger. Met name zal het voor de lead manager aanzienlijk eenvoudiger zijn te bewijzen dat adequaat due diligence onderzoek is verricht (*due diligence defence*, in de praktijk voor de lead manager het belangrijkste toerekenbaarheidsverweer) dan voor de belegger om het tegendeel te bewijzen. Vanuit de optiek van effectieve rechtsbescherming van de belegger lijkt het dan ook niet aangewezen te zijn de wettelijke bewijslastomkering ten aanzien van de toerekenbaarheid ter discussie te stellen.

h. Geen wettelijke, maar jurisprudentiële bewijslastomkering causaal verband

De art. 6:193a/194 BW voorzien niet in een omkering van de bewijslast ten aanzien van het causale verband tussen de misleidende prospectusinformatie en de door de belegger geleden schade.

Beoordeling

Het leveren van bewijs van causaal verband tussen de misleidende mededelingen in het prospectus en de geleden schade is een van de grootste hindernissen die de belegger als eiser in een aansprakelijkheidprocedure heeft te nemen. De wettelijke regeling van art. 6:193a/194 BW biedt in deze geen soelaas. In het World Online-arrest is de Hoge Raad de belegger op dit punt tegemoetgekomen door de aanwezigheid van csqn-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing als uitgangspunt te nemen.²⁵ De vraag zou kunnen worden opgeworpen of het wenselijk is dat deze jurisprudentiële bewijslastomkering wordt gecodificeerd, bijv. door opname in de regeling van art. 6:193a/194 BW.²⁶

Codificatie zou in feite neerkomen op omzetting van het in het World Online-arrest door de Hoge Raad geformuleerde jurisprudentiële vermoeden in een

23 Aangezien de Richtlijn MVR het beginsel van minimum harmonisatie kent, geldt deze constatering niet voor art. 6:195 lid 1 BW.

24 Zie par. 11.3.

25 HR 27 november 2009, NJ 2014, 201 m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43 m.nt. K. Frielink (World Online), r.o. 4.11.2.

26 Door een dergelijke codificatie zou de bewijslastomkering overigens voor alle reclamemededelingen en handelsspraktijken, en niet alleen voor het prospectus, gaan gelden. Op de mogelijke repercussies daarvan kan in deze context niet worden ingegaan. De gemaakte opmerkingen betreffen uitsluitend prospectuusaansprakelijkheid.

weerlegbaar wettelijk vermoeden.²⁷ Jurisprudentiële vermoedens hebben zich analoog aan weerlegbare wettelijke vermoedens ontwikkeld en zijn daarmee in bewijsrechtelijke context vergelijkbaar.²⁸ Codificatie van een in de jurisprudentie ontwikkeld bewijsvermoeden leidt op zichzelf niet tot wijziging van de bestaande bewijspositie, zij het dat het voor de rechter moeilijker zal zijn het bewijsvermoeden buiten toepassing te laten.²⁹ In die zin leidt codificatie tot een verlies van flexibiliteit, hetgeen als een nadeel kan worden beschouwd.

Dit verlies van flexibiliteit kent nog een groter bezwaar. Het bewijsvermoeden van het World Online-arrest is nogal toegespitst op de situatie waarin sprake is van misleiding van (in het bijzonder) de *particuliere* belegger. Bij misleiding van de *professionele* belegger is het bewijsvermoeden mogelijk niet aan de orde en kan, afhankelijk van de mate van diens deskundigheid, het csqn-verband tussen het misleidende prospectus en de beleggingsbeslissing zelfs geheel worden doorbroken.³⁰ Met andere woorden, de specifieke hoedanigheid en deskundigheid van de belegger, die vele schakeringen kent, is van essentieel belang voor de toepasselijkheid en invulling van het bewijsvermoeden. Onder dit gesternte lijkt het niet verstandig de bewijsregel van World Online te ‘bevrozen’ door codificatie. Behoud van flexibiliteit is van belang om de rechter in staat te stellen per geval, afgaande op de specifieke deskundigheid van de belegger in kwestie en de aard van de beweerdelijk misleidende informatie, de last van het causaliteitsbewijs neer te leggen waar deze thuishoort.

i. Bijzondere vernietigingsactie van art. 6:193j lid 3 BW

Art. 6:193j lid 3 BW voorziet in een bijzondere vernietigingsactie, die uitsluitend ter beschikking staat aan consument-beleggers en niet aan bedrijfsmatig handelende beleggers.

Beoordeling

Als gevolg van het feit dat de vernietigingsactie van art. 6:193j lid 3 BW uitsluitend toekomt aan consument-beleggers en niet aan bedrijfsmatig handelende beleggers, ontstaat tussen beide categorieën beleggers in de primaire markt een ongelijke (bewijs)positie. Eerder bepleitte ik dat toepassing van de vernietigingsactie van art. 6:193j lid 3 BW op beurstransacties wordt uitgesloten, hetzij door de rechter naar analogie van art. 6:230x lid 4 BW hetzij door wetswijziging.³¹ Daarmee wordt de genoemde incongruentie voor deze (belangrijke) categorie transacties opgeheven.

27 Een tekstvoorstel voor een weerlegbaar wettelijk vermoeden ten aanzien van causaal verband, op te nemen in art. 6:195 BW, wordt gedaan door Raaijmakers 2014, par. 5.3. Dit voorstel is ten onrechte toegespitst op effecten, terwijl de art. 6:194-95 BW betrekking hebben op goederen en diensten in den brede. Het tekstvoorstel van Raaijmakers biedt de belegger overigens geen soelaas, aangezien deze kennelijk nog steeds wordt belast met het bewijs dat de misleidende mededeling ‘de prijsvorming van een effect beïnvloedt en een belegger dientengevolge schade lijdt’.

28 Aldus Asser Procesrecht 3 2013, nr. 298.

29 Eliminering van een wettelijk bewijsvermoeden door de rechter is echter niet uitgesloten. In een specifieke procedure kunnen feitelijke omstandigheden zozeer in een andere richting wijzen, dat het wettelijke vermoeden door een feitelijk vermoeden opzij wordt gezet. Zie Thoe Schwartzenberg 2011, p. 104-105.

30 Aldus overweegt de Hoge Raad in r.o. 4.11.2.

31 Zie par. 16.9; hoofdstuk 17 sub b; Franx 2016.

j. 'Ketenaansprakelijkheid'

Het mechanisme van 'laten openbaar maken' van art. 6:194 BW bewerkstelligt dat ook degene die de belegger *niet* rechtstreeks met een mededeling benadert, maar van wie de mededeling inhoudelijk uitgaat, kan worden aangesproken.³²

Beoordeling

In de definitie van 'handelspraktijk' in art. 6:193a lid 1(d) BW ontbreekt het mechanisme van het (laten) openbaarmaken. Niet duidelijk is of de handelaar die de consument *indirect*, via een tussenschakel, benadert een oneerlijke handelspraktijk verricht. Om onwenselijke afwijkingen te vermijden is door mij een zodanige uitleg van art. 6:193a lid 1(d) BW bepleit, dat het 'laten openbaar maken' van een misleidende mededeling (*indirecte* bejegening) ook een oneerlijke handelspraktijk oplevert. Hieraan kan vorm worden gegeven door extensieve interpretatie van het handelspraktijkbegrip van art. 6:193d lid 1 BW dan wel wijziging van art. 6:193b lid 1 BW door toevoeging van de recursieve woorden:³³

'Een handelaar handelt onrechtmatig jegens een consument indien hij een handelspraktijk verricht *of laat verrichten* die oneerlijk is.'

18.2 Concluderende opmerkingen

In par. 18.1 zijn de tien belangrijkste kernelementen en karakteristieken van art. 6:193a/194 BW in kaart gebracht en van commentaar voorzien. Op geen van deze punten lijkt zich een onmiddellijke noodzaak van wetswijziging aan te dienen. Ook is gebleken dat de mogelijkheden tot wetswijziging tot op zekere hoogte beperkt zijn, onder meer vanwege het karakter van richtlijnenrecht en de werking van het beginsel van effectieve rechtsbescherming.

De beide suggesties voor wetswijziging in paragraaf 1 sub (i) en (j) van dit hoofdstuk zijn met name gegeven ter verduidelijking. De gewenste effecten – te weten (i) geen toepassing van de vernietigingsactie van art. 6:193j lid 3 BW op beurstransacties; (j) 'ketenaansprakelijkheid' van art. 6:194 BW ook onder de Wet OHP – kunnen eveneens bereikt worden door rechterlijke interpretatie.

In hoofdstuk 13 zijn elf partijen die een rol spelen bij beursgang en emissie op de kapitaalmarkt de revue gepasseerd. Gebleken is dat in kwesties van prospectusaansprakelijkheid onder de geldende regeling van art. 6:193a/194 BW ten aanzien van elk van deze partijen voldoende maatwerk kan worden geleverd. De ruimte daarvoor zit hem niet op de eerste plaats in het specifieke begrippenarsenaal van de regeling zelf.³⁴ Begrippen als '(laten) openbaar maken', 'inhoud bepalen', 'handelaar' en 'handelspraktijk' zijn deels wettelijk gedefinieerd en – in termen van de Amerikaanse jurisprudentie – tamelijk '*bright line*'.³⁵ Maatwerk in het specifieke geval kan met name worden geleverd door toepassing van enkele

32 Zie par. 13.3.2.

33 Zie par. 13.4.2.

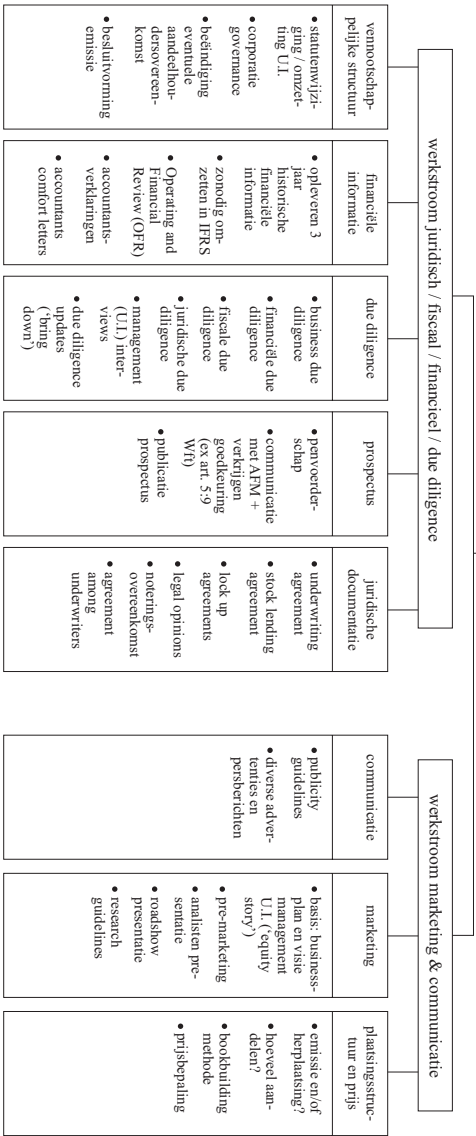
34 Zulks met uitzondering van de misleidingsnorm, die deel uitmaakt van zowel art. 6:193a e.v. als art. 6:194 BW en de rechter veel ruimte biedt om af te stemmen op het kennisniveau van de belegger.

35 Zie par. 13.2.

klassieke figuren van het civiele recht en het civiele bewijsrecht die de smeerolie van de delictuele prospectusaansprakelijkheid vormen. In het bijzonder zijn dit (1) de mogelijkheid voor gedaagden van het voeren van een toerekenbaarheidsverweer; (2) de mogelijkheid voor de rechter om ex art. 6:193j lid 1 en/of art 150 Rv de dubbele bewijslastomkering geheel of gedeeltelijk terug te draaien als dat passend of redelijk lijkt en daarmee de bewijspositie van de gedaagden te verlichten; (3) een op maat gesneden toepassing door de rechter van het in het World- Online-arrest geformuleerde jurisprudentiële bewijsvermoeden ten aanzien van causaliteit; (4) vermindering van de schadevergoedingsplicht van de uitgevende instelling en/of de lead manager met een beroep op eigen schuld van de belegger (art. 6:101 BW); en (5) een op maat gesneden toepassing van art. 6:98 BW bij het bepalen welke schade voor vergoeding in aanmerking komt. Het huidige civielrechtelijke kader van de prospectusaansprakelijkheid voorziet daarmee in een model dat de gewenste flexibiliteit biedt en is naar mijn mening passend.

PROJECTORGANISATIE BEURSINTRODUCTIE

Stuurgroep / Steering Committee
(CEO/CFO van U.I.; LM; advocaten/accountants)

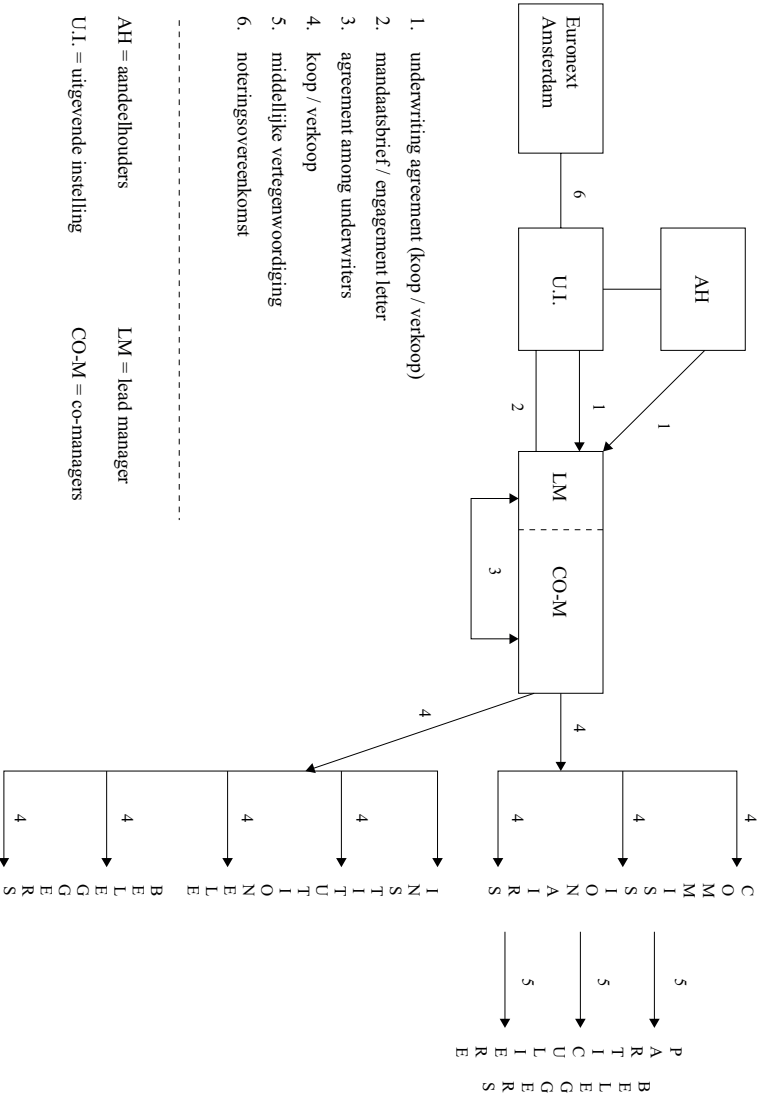


Bijlagen

Bijlage 1

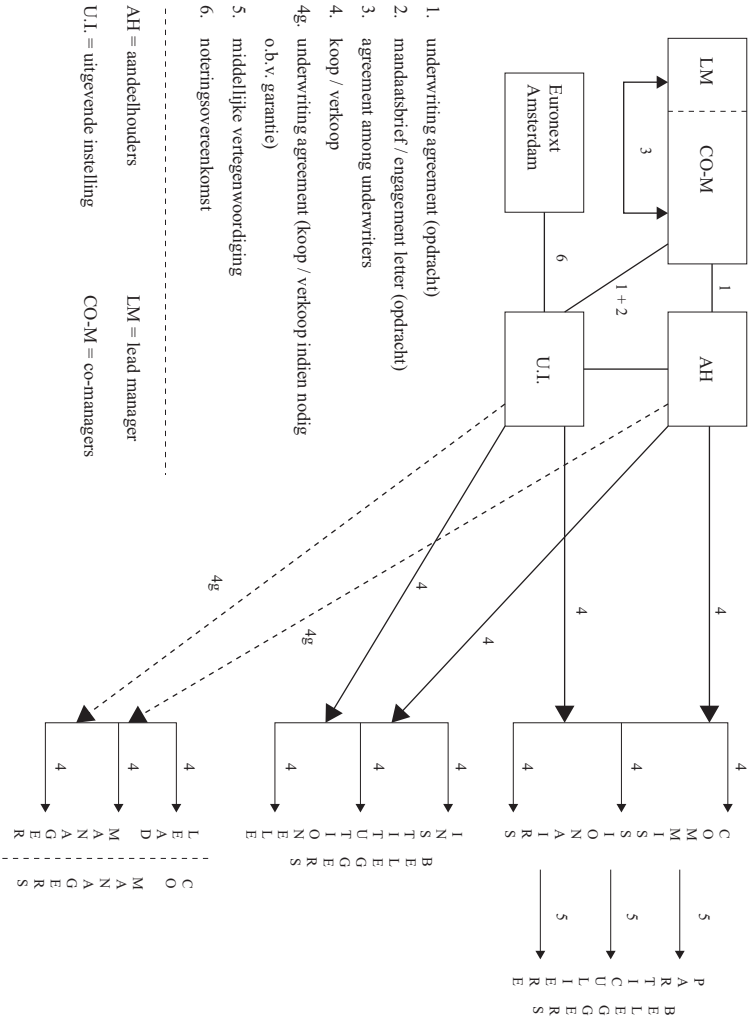
Bijlage 2

OVERGENOMEN EMISSIE

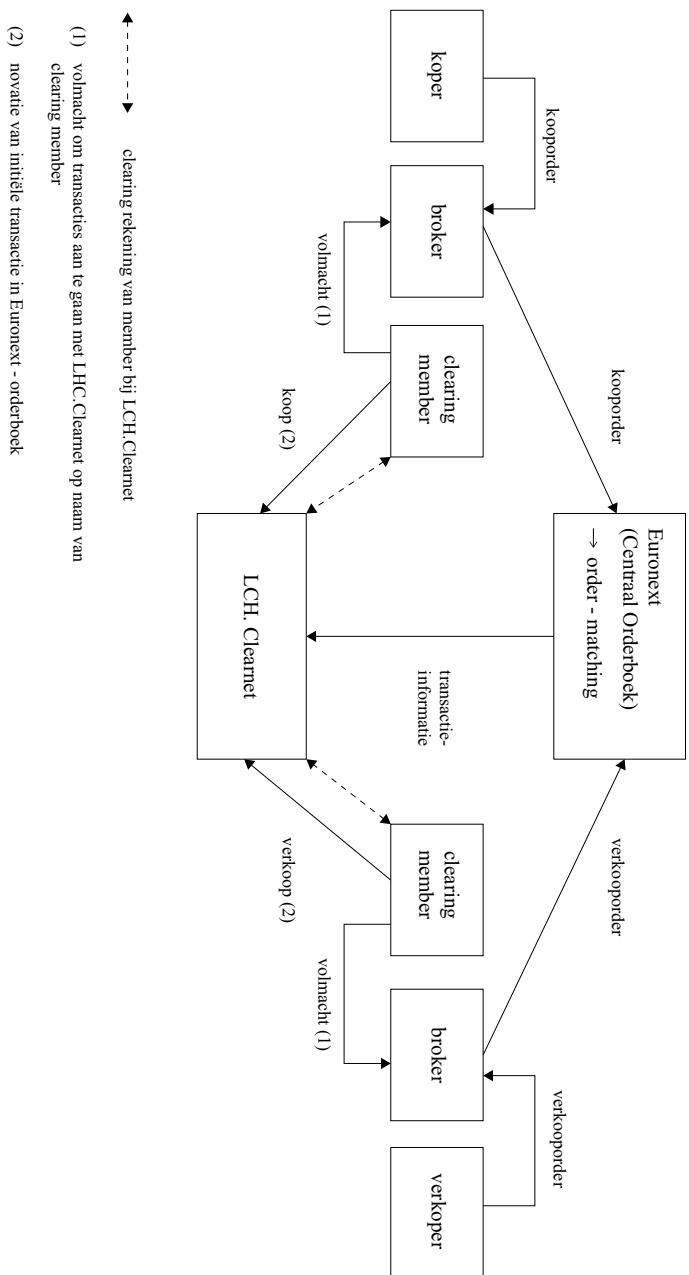


Bijlage 3

GEGARANDEERDE EMISSIE



SECUNDAIRE MARKTTRANSACTIE
EURONEXT AMSTERDAM



Samenvatting

Onderwerp en onderzoeksvragen

Na de financiële crisis van de jaren 2008-2011 hebben zich nieuwe ontwikkelingen op de financiële markten voorgedaan die zowel de positie van kapitaalvragers als van beleggers en spaarders raken. Enerzijds hebben banken de kredietverstrekking aan (met name) middelgrote en kleine ondernemingen aanzienlijk teruggebracht vanwege de noodzaak van strenger risicomanagement en het aanhouden van hogere kapitaalbuffers. Daarmee dient de openbare kapitaalmarkt, waaronder de effectenbeurs, zich voor ondernemingen eens te meer aan als logisch alternatief om in hun kapitaalbehoefte te voorzien. Ook alternatieve financieringsvormen, zoals crowdfunding, zijn in opkomst. Anderzijds is in de jaren 2011-2016 de rente op spaargeld in Nederland gedaald tot vrijwel nihil. Het aanhouden van spaargeld op een bankrekening heeft daardoor rendementstechnisch vrijwel iedere aantrekkelijkheid verloren. Voor (particuliere) spaarders is beleggen op de beurs de afgelopen jaren dan ook steeds meer aangewezen. Dit geldt temeer wanneer men in aanmerking neemt dat beursindices een stijgende trend hebben laten zien. Zo is de AEX-index in de periode van september 2011 tot december 2016 gestegen van circa 275 tot bijna 500 punten. Bovendien waren de transactiekosten voor beleggers reeds sterk verminderd door de opkomst van het online beleggen, dat in 1999-2000 in Nederland is geïntroduceerd door Alex en BinckBank.

De bovengenoemde ontwikkelingen volgen op een hectische periode op de effectenmarkten. Met name het knappen van de internetzeepbel in het jaar 2000, welke in Nederland gepaard ging met de chaotisch verlopen beursintroductie van World Online op Euronext Amsterdam, is door beleggers aan den lijve gevoeld. Bij deze beursgang, die plaats vond op 17 maart 2000, werd een prospectus uitgebracht dat achteraf op diverse punten misleidend bleek te zijn. Toen deze misleiding aan het licht kwam zijn meerdere procedures door beleggers aanhangig gemaakt, waarvan als belangrijkste kan worden genoemd de procedure welke is geïnitieerd door de Vereniging van Effectenbezitters (VEB) tegen World Online en de beide emissiebegeleiders ABN AMRO Bank en Goldman Sachs. Deze drie partijen werden aansprakelijk gehouden voor de door beleggers geleden koers-

schade als gevolg van misleiding in het prospectus. Nadat in drie instanties was geprocedeerd, is de VEB in een arrest van de Hoge Raad van 27 november 2009 op de meest principiële punten in het gelijk gesteld. In een obiter dictum heeft de Hoge Raad zich op een belangrijk punt, te weten het vaststellen van het vereiste causale verband, in hoge mate laten leiden door het beginsel van effectieve rechtsbescherming van beleggers. Niet al te lang na het arrest kwam een schade-regeling in der minne tot stand. Het World Online-arrest van de Hoge Raad heeft eens te meer duidelijk gemaakt dat prospectusaansprakelijkheid het civielrechtelijke sluitstuk van een goede beleggersbescherming is. Zonder een behoorlijke mogelijkheid tot schadeverhaal is beleggersbescherming incompleet.

In deze studie wordt onderzocht op welke wijze de Nederlandse regelgeving, jurisprudentie en doctrine zich in de loop der jaren hebben ontwikkeld ten aanzien van de civielrechtelijke aansprakelijkheid voor misleidende informatie in het prospectus. Naast het geven van een totaaloverzicht van het leerstuk behandelt deze studie de volgende drie vragen:

1. Welke betrokkenen bij een emissie op de kapitaalmarkt kunnen in geval van een misleidend prospectus worden aangesproken op grond van onrechtmatige daad, in het bijzonder onder de Wet OHP en/of de Wet MVR, en onder welke voorwaarden?
2. Wat zijn de mogelijkheden voor beleggers die hun beleggingsbeslissing hebben gebaseerd op een misleidend prospectus tot het instellen van een vordering op contractuele grondslag? Hoe verhouden deze contractuele acties zich (a) tot elkaar en (b) tot de actie ex art. 6:193a/194 BW?
3. Voorziet de huidige wettelijke regeling van art. 6:193a/194 e.v. BW in een passend wettelijk kader voor delictuele prospectusaansprakelijkheid of is wetswijziging aangewezen?

De studie is opgezet in vier delen. *Deel I* bevat een inleiding en plaatst de prospectusaansprakelijkheid vervolgens in een wetshistorisch kader, een praktijkkader, een publiekrechtelijk en Unierechtelijk kader en een civielrechtelijk kader. *Deel II* handelt over de prospectusaansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad, welke tot op heden door beleggers als de meest geëigende grondslag voor het instellen van een schadevergoedingsactie wordt beschouwd. In de eerste vier hoofdstukken van dit deel wordt de prospectusaansprakelijkheid geanalyseerd aan de hand van de bestanddelen van onrechtmatige daad (onrechtmatigheid/misleiding, relativiteit, toerekenbaarheid, causaliteit en schade). Aansluitend wordt ingegaan op bewijsrechtelijke vragen en aansprakelijkheid voor mededelingen buiten het prospectus. Het deel wordt afgesloten met het onderzoeken van de mogelijke aansprakelijkheid van elf partijen op de kapitaalmarkt die betrokken zijn bij beursemissies en van bestuurders en commissarissen van de uitgevende instelling zelf. In *deel III* worden de mogelijkheden tot het instellen van contractuele acties tegen de uitgevende instelling en/of de lead manager onderzocht. Pogingen tot schadeverhaal op contractuele basis zijn tot op heden niet of nauwelijks ondernomen naar aanleiding van misleidende prospectusinformatie. In *deel III* wordt dan ook grotendeels onontgonnen terrein betreden. De beschouwingen in dat deel zijn in belangrijke mate van verkennende aard. In *deel IV* wordt afgesloten met een synthese tussen (de diverse vormen van) delictuele en

contractuele prospectusaansprakelijkheid, gevolgd door een evaluatie van de wettelijke regeling van art. 6:193a/194 e.v. BW.

Deel I – Inleiding en inkadering

In het inleidende *hoofdstuk 1* worden belang en actualiteit, doel, afbakening en positionering van het onderzoek uiteengezet, gevolgd door de onderzoeksmethode en het plan van behandeling. Belang, actualiteit en doel zijn in het voorgaande reeds samengevat. Ten aanzien van de positionering van deze studie wordt uitgelegd hoe deze zich verhoudt tot eerder onderzoek van Blom (1995), Van der Velden (1997 en 2003), Lieverse (2010), De Jong (2010) en Arons (2012). Gelet op het rechtsvergelijkende karakter van (een deel van) dit eerdere onderzoek is afgezien van systematisch onderzoek van buitenlandse rechtsstelsels en internationaal privaatrecht. Wel is op specifieke deelonderwerpen inspiratie geput uit Engels, Duits en Amerikaans recht met betrekking tot prospectusaansprakelijkheid, zonder dat systematische rechtsvergelijking wordt gepretendeerd.

In *hoofdstuk 2* wordt de prospectusaansprakelijkheid in wetshistorisch perspectief geplaatst. Aanvankelijk was voor het aannemen van prospectusaansprakelijkheid, evenals voor het aannemen van een ‘gewone’ onrechtmatige daad, vereist dat gehandeld werd in strijd met een wettelijke bepaling. De bepaling die daarvoor werd gebruikt was het voormalige artikel 335 Sr, dat in de literatuur bekend staat als het delict van ‘publieksmisleiding’, ‘emissiebedrog’ of ‘prospectusfraude’. Het delict bevatte een opzetvereiste, dat langs deze weg doorwerkte in de civielrechtelijke prospectusaansprakelijkheid. Met het baanbrekende arrest van de Hoge Raad inzake Lindenbaum/Cohen (1919) werd het onrechtmatigheidscriterium uitgebreid met handelen in strijd met een ongeschreven zorgvuldigheidsnorm. Het effect van deze civielrechtelijke omwenteling op de prospectusaansprakelijkheid was, dat het opzetvereiste niet langer werd gesteld. Nalatigheid bij het opstellen van een (achteraf misleidend gebleken) prospectus zou voortaan voldoende zijn om onrechtmatigheid vast te stellen. De verdere ontwikkelingen laten zien dat, na een aanlooptijd van circa achttien jaar met diverse (gewijzigde) wetsontwerpen, in 1928 een specifieke regeling voor prospectusaansprakelijkheid werd gecodificeerd in de toen nieuwe art. 1416a-d BW. De regeling van prospectusaansprakelijkheid werd daarmee een speciesregeling van de onrechtmatige daad. De wettelijke regeling van 1928 heeft als bijzonderheid dat zij voorziet in hoofdelijke aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen naast de uitgevende instelling zelf. De opkomst van het (Europese) consumentenrecht in de jaren 1970/1980 had consequenties voor de wijze waarop de prospectusaansprakelijkheid wettelijk was geregeld. De wet van 1980, welke anticipeerde op de later uit te vaardigen Europese Richtlijn 84/450 inzake misleidende reclame, voerde nieuwe artikelen 1416a-c BW in welke de speciesregeling inzake prospectusaansprakelijkheid van 1928 vervingen. Met de invoering van het nieuwe Burgerlijk Wetboek in 1992 belandde deze misleidende reclameregeling in artikel 6:194 BW. Onder deze regeling worden mededelingen in het prospectus als ‘reclame’ omtrent aangeboden ‘goederen’ beschouwd. De prospectusaansprakelijkheid is daarmee ondergebracht bij het Europees gefundeerde consumentenrecht. Met de implementatie in 2008 van Richtlijn 2005/29 inzake oneerlijke handelspraktijken in art. 6:193a e.v. BW ontstond een tweesporensys-

teem: bedrijfsmatig handelende beleggers moeten ageren op grond van het bestaande art. 6:194 e.v. BW (misleidende reclame), terwijl consument-beleggers hun actie dienen te baseren op het nieuwe art. 6:193a e.v. BW (oneerlijke handelspraktijken). Tenslotte werd in 2014 een nieuw derde lid aan art. 6:193j BW toegevoegd, dat de belegger een vernietigingsrecht toekent wanneer hij als gevolg van een oneerlijke handelspraktijk een overeenkomst is aangegaan.

Hoofdstuk 3 analyseert de gang van zaken tijdens een beursintroductie, het praktijkkader waarin veel prospectussen totstandkomen. Dit hoofdstuk is in belangrijke mate geïnspireerd door mijn ervaringen als advocaat in kapitaalmarkttransacties. De klassieke argumenten voor het maken van een beursgang worden uiteengezet, evenals de tegenargumenten. Van deze laatste categorie wordt tegenwoordig met name de toegenomen regeldruk (informatie- en publicatieverplichtingen voortvloeiende uit beursregels, nationale en Europese regelgeving) als een belangrijk nadeel gezien. Het transactieproces wordt uiteengezet, waarbij bijzondere aandacht wordt besteed aan het vaststellen van de plaatsingsstructuur. Daarbij spelen diverse overwegingen, zoals de keuze tussen emissie, herplaatsing of technische notering; de vraag aan welke effectenbeurzen notering moet plaatsvinden; de vraag of effecten uitsluitend bij gekwalificeerde of ook bij particuliere beleggers geplaatst dienen te worden; de vraag in welke landen beleggers moeten worden benaderd; en de vraag welke onderwriting techniek moet worden gehanteerd (overgenomen dan wel gegarandeerde emissie). Aansluitend wordt geanalyseerd op welke wijze het transactieproces invloed kan hebben op mogelijke prospectusaansprakelijkheid. Aansprakelijkheid kan namelijk voortvloeien uit de rol die een partij in het voortraject bij de totstandkoming van het prospectus heeft gespeeld. Relevante vragen in dat kader zijn onder meer: wie brengt het prospectus uit? Wie zijn betrokken bij het inhoudelijke opstellen van het prospectus? Wie wordt in het prospectus als verantwoordelijke aangemerkt? Wie voert due diligence onderzoek uit op de uitgevende instelling en verifieert aan de hand van de resultaten daarvan de inhoud van het prospectus? Wie houdt zich bezig met marketing en communicatie buiten het prospectus om?

Hoofdstuk 4 is een betrekkelijk kort hoofdstuk van rechtstheoretische aard. Geanalyseerd wordt in welke mate en op welke wijze het nationale publiekrecht en het Europese Unierecht kunnen doorwerken in het civiele aansprakelijkheidsrecht. Het aanleggen van deze rechtstheoretische basis is relevant voor het vervolg van het onderzoek, omdat het leeuwendeel van de regels inzake de opstelling, goedkeuring en verspreiding van het prospectus zijn neergelegd in Europese en nationale publiekrechtelijke regelgeving. Het is van belang dat tussen deze publiekrechtelijke regels en de civielrechtelijke prospectusaansprakelijkheid een zekere synergie bestaat. Anders gezegd: beide normenstelsels dienen op elkaar te worden afgestemd. Dit kan worden bereikt ofwel door een (algemene) privaatrechtelijke norm meer gedetailleerd uit te werken in publiekrechtelijke normen ofwel door de publiekrechtelijke norm te laten doorwerken in het privaatrecht. Doorwerking is ook het mechanisme waardoor het Europese Unierecht (verplicht) gestalte krijgen in het nationale recht. Deze doorwerking vindt vanuit verschillende niveaus van het Europese Unierecht plaats, te weten (1) de bepalingen van het EU-Verdrag en het EU-Werkingsverdrag; (2) algemene Unierechte-

lijke beginselen; (3) richtlijnen; en (4) rechtstreeks toepasselijke verordeningen. Bij de behandeling van deze niveaus wordt bijzondere aandacht besteed aan het Unierechtelijke effectiviteits- of doeltreffendheidsbeginsel en het (formeel nog steeds geldende) Unierechtelijke verbod van horizontale werking van richtlijnen. Laatstgenoemd verbod is door de rechtspraak van het Europese Hof van Justitie aan steeds verdergaande erosie onderhevig.

Hoofdstuk 5 borduurt voort op de beschouwingen over doorwerking van Europees recht in het nationale recht in de context van Prospectusrichtlijn 2003/71. Na een inleidende beschouwing over doelstellingen en pijlers van deze richtlijn, zijn (beperkte) harmoniserend effect op prospectusaansprakelijkheid en zijn verhouding tot richtlijnen 84/450 (misleidende reclame) en 2005/29 (oneerlijke handelspraktijken) wordt nagegaan in hoeverre enkele centrale begrippen en bepalingen van de Prospectusrichtlijn dienen door te werken in het nationale civiele recht. Het betreft het prospectusbegrip; het beginsel van effectieve rechtbescherming van beleggers (art. 6 lid 2); de norm dat de inhoud van het prospectus voldoende moet zijn voor een verantwoorde oordeelsvorming door de belegger (art. 5 lid 1); de inhoudelijke prospectusvereisten van Prospectusverordening 809/2004; het uiteenlopende kennisniveau van beleggers aan de hand van het begrip ‘gekwalificeerde belegger’ (art. 2 lid 1 sub d); de prospectusverantwoordelijkheid (art. 6 lid 1); de prospectusplicht (art. 3); en het concept van de samenvatting met kerngegevens (art. 5 lid 2). Telkens wordt nagegaan in hoeverre deze richtlijnbevestigingen, die voor een deel zijn omgezet in nationaal publiekrecht, dienen door te werken in het civiele aansprakelijkheidsrecht wanneer daarop een beroep wordt gedaan door beleggers bij het verhalen van beleggingsschade. De meest uitvoerige beschouwingen worden gewijd aan de prospectusverantwoordelijkheid in samenhang met het beginsel van effectieve rechtsbescherming. Het verantwoordelijkheidsbegrip is van belang, omdat art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn bepaalt dat zij die verantwoordelijk zijn voor het prospectus naar nationaal recht aansprakelijk moeten kunnen worden gehouden. De begrippen verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid worden tegen elkaar afgezet. Vervolgens wordt onderzocht of de prospectusverantwoordelijkheid een formele dan wel een inhoudelijke is. Met andere woorden: is alleen degene die als zodanig in het prospectus wordt aangemerkt verantwoordelijk in de zin van de de richtlijn (formele uitleg) of zijn (ook) anderen die zich inhoudelijk met de opstelling van het prospectus hebben bezig gehouden verantwoordelijk (inhoudelijke uitleg)? De formele uitleg wordt gehanteerd in de kapitaalmarktpraktijk van Euronext Amsterdam. Geconcludeerd wordt dat in Europees verband sprake is van een spanningsveld tussen de beide invullingen van het verantwoordelijkheidsbegrip. Het Europese Hof zal zich hier uiteindelijk over moeten uitspreken. Zolang dat niet het geval is, heeft de nationale rechter de ruimte om een meer inhoudelijke uitleg aan het verantwoordelijkheidsbegrip te geven, door de betrokkenheid van een partij bij het inhoudelijk opstellen van het prospectus mee te laten wegen bij het oordeel over diens verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid.

In *hoofdstuk 6* wordt het civielrechtelijke kader van prospectusaansprakelijkheid geschetst. Allereerst wordt aandacht besteed aan het aansprakelijkheids- en schadevergoedingsrecht. Het aansprakelijkheidsrecht heeft een herstelfunctie en er

gaat een preventieve werking van uit. De preventieve werking van aansprakelijkheid krijgt in de financiële markten gestalte door het uitgangspunt van *full disclosure*, waarmee aansprakelijkheid kan worden voorkomen. In recentere tijden dient aansprakelijkheid tevens als middel voor de belegger om genoegdoening te krijgen voor het geschokte rechtsgevoel. Dit kan er in voorkomende gevallen toe leiden dat niet alleen de uitgevende instelling zelf, maar ook haar bestuurders en commissarissen worden aangesproken tot vergoeding van beleggings schade. Een tweede civielrechtelijk kader van prospectusaansprakelijkheid wordt (sinds 1980) gevormd door het consumentenrecht. De opkomst van het consumentenrecht kan worden teruggevoerd op het Europese Unierecht. Een van de beleidsdoelstellingen van de EU is 'een hoog niveau van consumentenbescherming' (art. 169 VWEU). Het consumentenrecht voorziet in een ongelijkheidscompensatie voor de consument als zwakkere partij en is daarnaast gericht op het verbeteren van de informatiepositie van de consument. Aangezien de particuliere belegger de consument en de zwakkere partij op de financiële markten is, betekent de consumentenrechtelijke inkleuring van prospectusaansprakelijkheid voor hem een steun in de rug. Een enkele auteur heeft in het verleden bepleit de prospectusaansprakelijkheid onder te brengen in het nationale effectenrecht. Aan de hand van een korte typering van het effectenrecht wordt dit pleidooi tegen het licht gehouden. Geconcludeerd wordt dat de regeling van prospectusaansprakelijkheid in het Nederlandse financiële toezichtrecht een vreemde eend in de bijt zijn. Aangezien het aansprakelijkheid uit onrechtmatige daad betreft, blijft de hoofdsystematiek van het BW immers onverkort van toepassing. Het hoofdstuk wordt afgesloten met vergelijkende beschouwingen over de wettelijke regeling van art. 6:162 BW en de afdelingen 6.3.3A en 6.3.4 BW. Daarbij wordt onder meer aandacht besteed aan mogelijke vragen van samenloop en reflexwerking. Reflexwerking is met name denkbaar vanuit afdeling 6.3.3A BW (Wet OHP, die een maximaal harmoniserende richtlijn implementeert) op afdeling 6.3.4 BW (wet MVR, die gebaseerd is op een minimaal harmoniserende richtlijn) en niet andersom.

Deel II – Delictuele prospectusaansprakelijkheid

Het onrechtmatigheidselement wordt bij prospectusaansprakelijkheid gevormd door het misleidende karakter van de prospectusinformatie. *Hoofdstuk 7* handelt hierover. Het begrip misleiding is niet door de wetgever ingevuld. Invulling wordt overgelaten aan de rechter, gelet op de vele vormen en schakeringen waarin misleiding zich in de praktijk kan voordoen. Uit de wet en de parlementaire geschiedenis kan worden afgeleid dat een driedeling kan worden gemaakt: informatie kan misleidend zijn door onjuistheid, onvolledigheid en/of verwarring. Wanneer prospectusinformatie zich richt tot een beperkte kring van personen met een bepaald kennisniveau, dan dient het kennisniveau van die kring als maatstaf om te beoordelen of de informatie misleidend is. Wanneer de informatie gericht is tot het belegend publiek in den brede, dient als maatstaf 'de vermoedelijke verwachting van een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger tot wie de mededeling zich richt of die zij bereikt'. Deze particuliere maatman-belegger kwam tot leven in de arresten de Boer/TMF (2008) en World Online (2009) van de Hoge Raad. Het criterium van de particuliere maatman-belegger is gebaseerd op de consument-maatman welke het Europese Hof het licht

heeft doen zien in het Gut Springenheide-arrest (1998). In een deskundige maatman is tot dusverre door de jurisprudentie niet voorzien. Uit Amerikaanse literatuur wordt inspiratie geput voor indicatoren aan de hand waarvan beleggers door US courts als deskundig en ervaren worden gekwalificeerd. Besloten wordt met een analyse van de vraag hoe de diverse kennisniveaus van beleggers zich verhouden tot verschillende soorten prospectusinformatie in het licht van potentiële misleiding. Met het oog daarop wordt de informatie die zich gebruikelijk in het prospectus bevindt in een aantal categorieën verdeeld, met als hoofdindeling (1) feitelijke informatie; (2) committerende mededelingen; (3) inschattende/beoordelende mededelingen; en (4) caveats en disclaimers.

Hoofdstuk 8 houdt de prospectusaansprakelijkheid tegen het licht van de relativiteitsleer. Deze leer houdt in, dat iemand die onrechtmatig handelt jegens de geïdende gehouden is tot schadevergoeding, wanneer de overtreden norm ertoe strekt de benadeelde in het geschonden belang te beschermen. Aldus stelt de relativiteitsleer voorwaarden aan de verplichting tot schadevergoeding en beperkt zij deze. Zonder twijfel valt de gedupeerde belegger onder het beschermingsbereik van art. 6:193a/194 e.v. BW. Daarnaast dient het prospectus conform art. 5:13 Wft alle gegevens te bevatten die (kort gezegd) van belang zijn voor een verantwoorde oordeelsvorming van de belegger over de beleggingspropositie. Niet-naleving van deze bepaling door de uitgevende instelling kan langs de omweg van art. 6:162 BW jo. art. 5:13 Wft eveneens tot aansprakelijkheid leiden. Uit de parlementaire geschiedenis van de Wft volgt dat waar de consument schade lijdt als gevolg van overtreding van de Wft, voldaan is aan het relativiteitsvereiste van art. 6:163 BW.

Om prospectusaansprakelijkheid uit hoofde van onrechtmatige daad te kunnen construeren, moet sprake zijn van toerekenbaarheid van de onrechtmatige daad aan de laedens. Over het toerekenbaarheidsvereiste handelt *hoofdstuk 9*. Voor een zuiver begrip dient toerekenbaarheid te worden onderscheiden van het onrechtmatigheidsbestanddeel, zijnde de misleiding in het prospectus. Anders dan het normale spraakgebruik suggereert, bevat het misleidingsbegrip geen schuld- of verwijtbaarheids-element. Aan de uitgevende instelling zelf zal doorgaans geen toerekenbaarheidsverweer ter beschikking staan wanneer door haar een misleidend prospectus wordt uitgebracht. Prospectusaansprakelijkheid van de uitgevende instelling tendert naar risicoaansprakelijkheid. De lead manager die adequaat due diligence onderzoek heeft uitgevoerd heeft een belangrijk toerekenbaarheidsverweer in de vorm van de *due diligence defence*. Dit verweer houdt in dat hem vanwege de verrichte due diligence inspanning geen verwijt treft ter zake van de misleidende informatie in het prospectus. Naar geldend recht moet prospectusaansprakelijkheid van de lead manager dan ook worden beschouwd als schuldaansprakelijkheid, hetgeen bevestigd is in het Coop-arrest van de Hoge Raad (1994). Niet kan worden uitgesloten dat toekomstige ontwikkelingen tot andere gezichtspunten zullen leiden. Sedert inwerkingtreding van het nieuwe Burgerlijk Wetboek op 1 januari 1992, en daarmee van art. 6:162 en 6:195 BW, kan de lead manager ook aansprakelijk worden gehouden op grond van verkeersopvattingen. Dit biedt ruimte om onder bijzondere omstandigheden aansprakelijkheid buiten schuld aan te nemen, mede met het oog op het beginsel

van effectieve rechtsbescherming van art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn. De Coop-jurisprudentie geeft aanwijzingen met betrekking tot de diepgang en kwaliteit van het door de lead manager te verrichten due diligence onderzoek. Aan de lead manager wordt een vergaande onderzoeksplicht opgelegd, ook ten aanzien van prospectusinformatie die is geverifieerd door experts, zoals de accountant van de vennootschap. De lead manager dient het due diligence onderzoek uit te voeren zoals een redelijk handelend en bekwaam lid van zijn eigen (deskundige) *peer group* dat zou doen.

Het aannemelijk maken van causaal verband tussen misleiding in het prospectus en het ontstaan van beleggingschade wordt wel beschouwd als de grootste hindernis voor de belegger op zijn weg naar schadevergoeding. Dit causaliteitsvereiste wordt behandeld in *hoofdstuk 10*. Het vestigen van causaal verband vindt doorgaans plaats in twee stappen. Eerst dient feitelijk causaal verband tussen de misleidende prospectusinformatie en de genomen beleggingsbeslissing te worden vastgesteld aan de hand van de *conditio sine qua non* leer; vervolgens dient met de normatieve toets van art. 6:98 BW te worden nagegaan welke schade aan de misleiding kan worden toegerekend en voor vergoeding in aanmerking komt. Verschillende gradaties van causaal verband zijn denkbaar. In het onderzoek wordt een indeling in vier modaliteiten gehanteerd, variërend van een streng, direct causaal verband tot een (zeer) los causaal verband waarbij de belegger niet langer afgaat op de prospectusinformatie zelf, maar op de ‘zuiverheid van de beurskoers’. Daarbij vertrouwt de belegger op een informationeel efficiënte markt, waarbij alle relevante informatie over de uitgevende instelling en de effecten in de beurskoers is verwerkt. Aan de hand van deze vier modaliteiten van causaal verband wordt de jurisprudentie over prospectusaansprakelijkheid voorafgaand aan het World Online-arrest van de Hoge Raad (2009) geanalyseerd. Geconcludeerd wordt dat de rechter (vrijwel) consistent van oordeel is geweest dat de belegger op enigerlei wijze door de misleidende mededelingen moet zijn *bewogen* tot het nemen van zijn beleggingsbesluit; hij moet, direct of indirect, op die mededelingen zijn *afgegaan*. In het World Online-arrest zet de Hoge Raad deze lijn voort, hetgeen tot kritiek heeft geleid in een deel van de literatuur die een meer *fraud-on-the-market* getinte benadering voorstaat. Daarbij wordt uitgegaan van een zeer licht causaal verband dat wordt ingekleurd door het vertrouwen van de belegger op de ‘zuiverheid van de beurskoers’. Tegen deze kritiek wordt in het onderzoek stelling genomen. In het World Online-arrest verlichtte de Hoge Raad de bewijspositie van de belegger aanzienlijk door als *uitgangspunt* te nemen dat *conditio sine qua non* verband tussen misleiding en beleggingsbeslissing aanwezig is, behoudens tegenbewijs. Dit betekent dat de bewijsleveringslast verschuift naar de uitgevende instelling en de lead manager; het bewijsrisico blijft bij de belegger. De Hoge Raad laat zich daarbij inspireren door het beginsel van effectieve rechtsbescherming van art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn. Aansluitend worden in dit hoofdstuk beschouwingen gewijd aan de mogelijke inwerking van externe factoren op de causale keten (misleidende berichten van de media; misleidende analistenrapporten), aan de ‘nawerking’ van het prospectus in de secundaire markt en aan mogelijke eigen schuld van de belegger. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een beschouwing over schadebegroting, gevolgd door een casus waarin een concrete berekening van beleggingsschade wordt uitgevoerd.

Een belangrijk voordeel voor de belegger bij het instellen van een actie ex art. 6:193a/194 BW boven een actie uit hoofde van art. 6:162 BW is de dubbele bewijslastomkering van art. 6:193j/195 BW. Bewijslast is een begrip met twee lagen, te weten *bewijsleveringslast* en *bewijsrisico*. Art. 6:193j/195 BW keert beide om ten gunste van de belegger op het punt van (1) de (on)juistheid en (on)volledigheid van prospectusinformatie en (2) de toerekenbaarheid. In *hoofdstuk II* wordt deze bijzondere bewijsregeling besproken. Onderzocht wordt in hoeverre de regeling wordt voorgeschreven door het Europese richtlijnenrecht. Vervolgens wordt de regeling in het kader van het Nederlandse bewijsrecht geplaatst. De belegger dient gemotiveerd te stellen welke feitelijke mededelingen onjuist en/of onvolledig en daardoor misleidend zijn. De gedaagde partijen dienen de door de belegger gestelde feiten gemotiveerd te betwisten. Bij voldoende gemotiveerde betwisting worden zij tot bewijs toegelaten en komt de bewijslast ten aanzien van juistheid en volledigheid van het prospectus en ten aanzien van de toerekenbaarheid op basis van art. 6:193j/195 BW op hen te liggen. De vraag of een onjuiste of onvolledige prospectusmededeling ook misleidend is, is een kwalificatievraag. Deze is weliswaar vatbaar voor bewijslevering, maar de beoordelingsmarge van de rechter is groot. In de literatuur bestaat onenigheid over het belang van de bewijsregeling van art. 6:193j/195 BW. De toegevoegde waarde ervan naast art. 150 RV hangt samen met de vraag of de rechter ook zonder deze regeling een uitzondering op de hoofdregel van artikel 150 Rv zou maken en het bewijsrisico op billijkheidsgronden zou omkeren ten gunste van de belegger. Aan de hand van een vijftal factoren die bij mogelijke omkering van het bewijsrisico een rol spelen wordt verdedigd dat de bijzondere bewijsregeling van art. 6:193j/195 BW vooral toegevoegde waarde lijkt te hebben voor de deskundige en ervaren belegger. De rechter zal eerder geneigd zijn onder artikel 150 Rv op billijkheidsoverwegingen tot een bewijsrisico-omkering te komen ten gunste van de ondeskundige consument-belegger dan ten behoeve van de deskundige en ervaren belegger, zulks vanwege de structurele bewijsnood waarin eerstgenoemde verkeert. Het hoofdstuk sluit af met een beschouwing over het leveren van het bewijs van toerekenbaarheid en een vergelijking tussen art. 6:193j en art. 6:195 BW.

Beleggers kunnen niet alleen misleid worden door mededelingen in het prospectus, maar ook door mededelingen die daarbuiten worden gedaan. *Hoofdstuk 12* onderzoekt de aansprakelijkheid voor dergelijke mededelingen. Het betreft met name advertenties, persberichten en mededelingen van bestuurders van de uitgevende instelling tijdens de *road show*, tijdens analistenpresentaties of in interviews en persconferenties. Wanneer deze mededelingen misleidend zijn en in voldoende verband staan met de betreffende aanbieding van effecten, kunnen gedupeerden ook in dit geval een beroep doen op art. 6:193a/194 e.v. BW. Volgens de jurisprudentie moet sprake zijn van een voldoende inhoudelijk en temporeel verband. Betreft het mededelingen die gedaan worden buiten de context van de emissie, dan is dit verband er niet en staat voor de belegger slechts een beroep op art. 6:162 BW open. Verdedigd wordt dat de periode rondom de emissie, waarin gedane mededelingen geacht moeten worden daarmee voldoende verband te houden, tamelijk ruim moet worden genomen. Vanaf de datum van aankondiging van de emissie zal alle berichtgeving van de uitgevende instelling in

het licht daarvan worden geapprecieerd en zal al snel sprake zijn van temporeel verband. De jurisprudentie uit zich niet duidelijk over de vraag of mededelingen in en buiten het prospectus in onderlinge samenhang dan wel ieder apart op misleidendheid dienen te worden getoetst. Op emissiegerelateerde mededelingen buiten het prospectus zijn de regels van het publieke effectenrecht, in het bijzonder art. 5:20 Wft van toepassing. Reparatie van onjuiste of onvolledige informatie in het prospectus kan tot aanvang van de beurshandel gecorrigeerd worden door het uitbrengen van een aanvullend prospectus ex art. 5:23 Wft. Tenslotte volgt bespreking van de verplichting van de uitgevende instelling en de lead manager om onjuiste, verwarrende of onduidelijke mededelingen die gedaan zijn buiten het prospectus publiekelijk te corrigeren. Deze zorg- of correctieplicht vloeit voort uit het World Online-arrest van de Hoge Raad (2009). Wordt nagelaten te corrigeren, dan kan dit onder omstandigheden tot aansprakelijkheid ex art. 6:193a/194 BW (uitgevende instelling) respectievelijk artikel 6:162 BW (lead manager) leiden.

Hoofdstuk 13 is een van de kernhoofdstukken van het onderzoek en bestaat grotendeels uit een analyse van de mogelijke aansprakelijkheid van elf marktpartijen voor een misleidend prospectus. Het onderzoek richt zich op de posities van (1) de uitgevende instelling; (2) de lead manager; (3) de co-managers binnen het syndicaat; (4) de listing agent onder de Euronext Rules; (5) de verkopende aandeelhouder; (6) de accountant van de uitgevende instelling; (7) de betrokken advocaten; (8) de effectenbeurs waaraan notering plaatsvindt; (9) de toezichthouder die het prospectus goedkeurt; (10) analisten en (11) rating agencies. Ten aanzien van elk van deze partijen wordt de vraag gesteld of deze ‘openbaarmaker’ van prospectusinformatie in de zin van art. 6:194 BW is dan wel een ‘handelaar’ die een ‘handelspraktijk’ verricht in de zin van art. 6:193a BW. De analyse wordt voorafgegaan door enkele beschouwingen over Amerikaanse jurisprudentie die bij het beoordelen van mogelijke aansprakelijkheid voor gedane mededelingen onderscheid maakt tussen een *bright line test* (van wie is de mededeling – formeel – afkomstig?) en een *substantial participation test* (wie is inhoudelijk betrokken geweest bij het opstellen van de mededeling?). Ook worden de begrippen ‘openbaar laten maken van een mededeling’ (art. 6:194 BW) en ‘verrichten van een handelspraktijk door een handelaar’ (art. 6:193a BW) aan de hand van literatuur en parlementaire geschiedenis geanalyseerd.

Hoofdstuk 14 richt zich op mogelijke aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen van de uitgevende instelling voor misleidende mededelingen in het prospectus. Aan de hand van de in Nederland geldende doctrine inzake bestuurdersaansprakelijkheid wordt een onderscheid gemaakt tussen secundair daderschap en rechtstreeks daderschap. Aansprakelijkheid van een bestuurder op basis van secundair daderschap komt tot stand door de bestuurder ex art. 6:162 BW aansprakelijk te houden vanwege de rol die hij heeft gespeeld bij de normschending door de rechtspersoon. In dat geval moet aan de bestuurder persoonlijk een ernstig verwijt kunnen worden gemaakt. Bij rechtstreeks daderschap heeft de bestuurder tegelijkertijd zelf een tot hem in persoon gerichte norm, in dit geval de anti-misleidingsnorm van art. 6:193a/194 BW, overtreden. In de literatuur is bepleit om ook in geval van rechtstreeks daderschap het verzwaarde criterium

van ernstig verwijt aan te leggen, aangezien het ook in dat geval een handelen in de hoedanigheid van bestuurder betreft. Dit pleidooi wordt door mij gesteund. Vervolgens wordt het feitelijke optreden van bestuurders bij beursgang en emissie in kaart gebracht en worden de daarmee gepaard gaande aansprakelijkheidsrisico's aangestipt. Daarna volgen beschouwingen over mogelijke prospectusaansprakelijkheid van commissarissen en niet-uitvoerend bestuurders binnen een *one-tier* board. Het hoofdstuk wordt afgesloten met onderzoek naar mogelijke aansprakelijkheid voortvloeiende uit de ondertekening van het prospectus door bestuurders en commissarissen en het afgeven van de zo genoemde *responsibility statement*. De hoofdstukken 13 en 14 vormen samen de beantwoording van de eerste onderzoeksvraag.

Deel III – Contractuele prospectusaansprakelijkheid

Het uitbrengen van het prospectus aan beleggers vindt plaats in een contractueel speelveld. Verschillende partijen spelen daarin een eigen rol en staan tot elkaar in diverse contractuele verhoudingen. *Hoofdstuk 15* brengt deze rechtsverhoudingen in kaart. De focus ligt op de primaire markttransactie, aangezien de secundaire markt voornamelijk bestaat uit beurshandel, zonder dat een prospectus wordt uitgebracht. De primaire markttransactie kan op haar beurt worden onderverdeeld in (1) de door de lead manager overgenomen emissie, waarbij hij de effecten zelf van de uitgevende instelling en/of de verkopende aandeelhouders verwerft en deze doorverkoopt aan beleggers en (2) de door de lead manager gegarandeerde emissie, waarbij hij in eerste instantie kopers van de effecten aanbrengt en garandeert dat hij het mogelijk overblijvende deel van de effecten zelf zal kopen. Bij de overgenomen emissie ontstaat een contractuele (koop-/verkoop-)relatie tussen de lead manager en de beleggers c.q. hun commissionairs; bij de gegarandeerde emissie ontstaat deze relatie tussen enerzijds de uitgevende instelling en de verkopende aandeelhouders en anderzijds de (commissionairs van) beleggers. De keuze van *underwriting* techniek is dus bepalend voor de contractuele lijnen. Aan de hand van deze indeling wordt het prospectus in verband gebracht met diverse fasen en aspecten van contractssluiting, in het bijzonder de precontractuele fase, het doen van precontractuele mededelingen, aanbod en aanvaarding, contractuele uitleg en aanvulling, derdenbedingen, exoneratie/disclaimers en algemene voorwaarden. Een aparte paragraaf wordt gewijd aan de vraag of in de setting van de openbare kapitaalmarkt wel kan worden gesproken van een precontractuele fase zoals wij die in onderhandse verhoudingen kennen. De beschouwingen over exoneratie en disclaimers in het prospectus grijpen voor een belangrijk deel terug op het geanimeerde debat dat zich hierover in de literatuur heeft ontvouwd in de nasleep van het Coop-arrest van de Hoge Raad (1994).

Hoofdstuk 16 bouwt voort op het vorige hoofdstuk en onderzoekt welke contractuele acties aan beleggers in de primaire markt mogelijk ten dienste staan nadat zij effecten hebben verworven op grond van misleidende informatie. Inleidende beschouwingen worden gewijd aan de (on)wenselijkheid van algehele vernietiging en ontbinding van transacties op de openbare kapitaalmarkt. Verdedigd wordt dat, met name vanwege de marktverstorende werking, algehele ontbinding of vernietiging van kapitaalmarkttransacties gevolgd door restitutie uitzondering dient te zijn en geen regel. Betere uitkomsten worden geboden door de leer van

‘het redelijk alternatief’, waarbij door partijen en de rechter wordt aangestuurd op partiële vernietiging of ontbinding. De effecten blijven in dat geval in handen van de belegger, die een deel van zijn inleg krijgt terugbetaald. Het leeuwendeel van het hoofdstuk bestaat uit een beschouwing waarbij de diverse contractuele acties worden geprojecteerd op de primaire markttransactie. De acties die behandeld worden zijn (1) de vordering tot vernietiging wegens dwaling; (2) de vernietigingsactie wegens bedrog; (3) de actie tot schadevergoeding of ontbinding wegens tekortkoming (wanprestatie); (4) de actie uit hoofde van non-conformiteit; (5) de ontbindingsactie ex art. 230x BW; en (6) de recent ingevoerde vernietigingsactie ex art. 6:193j lid 3 BW welke alleen de consument-belegger ten dienste staat. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een paragraaf over de collectieve actie, welke zich beperkt tot behandeling van de voorwaarde dat deze alleen kan worden ingesteld ter bescherming van ‘gelijksoortige belangen’. Het is de vraag of acties uit prospectusaansprakelijkheid in alle gevallen aan dit criterium voldoen.

Deel IV – Synthese en evaluatie

Hoofdstuk 17 vergelijkt de verschillende acties op contractuele grondslag met elkaar en met de actie op delictuele grondslag ex art. 6:193a/194 BW. De actie wegens non-conformiteit is de enige waarbij van de belegger niet wordt verlangd het bewijs van causaal verband te leveren. De aankoop van de effecten wordt immers niet veroorzaakt door de niet-conforme levering, maar valt daarmee samen. In tegenstelling tot de actie ex art. 6:193a/194 BW kennen de (vernietigings)acties uit non-conformiteit, dwaling en ex art. 6:193j lid 3 BW niet het toerekenbaarheidsvereiste. Dit maakt mogelijk de eerder genoemde *due diligence defence* van de lead manager, welke als een toerekenbaarheidsverweer geldt, problematisch. Verdedigbaar is dat aan de lead manager die adequaat *due diligence* onderzoek heeft uitgevoerd in dergelijke gevallen toch een verweer ter beschikking staat met een beroep op de verkeersopvattingen. De actie wegens bedrog is voor de belegger niet een aantrekkelijke route, aangezien hij in dat geval de (zware) bewijslast van opzet van de wederpartij draagt. Samen met hoofdstuk 16 vormt hoofdstuk 17 de beantwoording van de tweede onderzoeksvraag.

Hoofdstuk 18 beoogt een antwoord te geven op de vraag of de geldende regeling van art. 6:193a/194 BW een passend wettelijk kader vormt voor delictuele prospectusaansprakelijkheid, zijnde de derde onderzoeksvraag. Het hoofdstuk behelst een analyse van de kernelementen en karakteristieken van de afdelingen 6.3.3A en 6.3.4 BW. Bij elk van deze wordt de vraag gesteld of wetswijziging aangewezen is. Geconcludeerd wordt dat het huidige civielrechtelijke kader van prospectusaansprakelijkheid in een model voorziet dat de gewenste flexibiliteit biedt en passend is. Op een tweetal punten wordt een (voorzichtige) suggestie tot wetswijziging gedaan. Het betreft verduidelijkingen welke ook door rechterlijke interpretatie van de huidige regeling kunnen worden gemaakt.

Summary

Subject matter

After the financial crisis of 2008-2011 new developments have occurred on the financial markets affecting the position of enterprises, investors and savers. On the one hand banks have reduced the provision of credit facilities to (particularly) small and medium-sized enterprises in view of stricter risk management and the necessity of keeping higher capital reserves. For enterprises, the stock markets are an obvious alternative to fulfil their need for new capital. On the other hand, interest on savings in the Netherlands has declined to almost nil in the period 2011-2016. For savers, investing in the stock markets imposes itself more and more as the preferred option. Transaction costs had already decreased by the introduction in the Netherlands of online investing by Alex and BinckBank in 1999-2000.

These developments were preceded by a hectic period on the stock markets. In particular the bursting of the internet bubble in the year 2000, accompanied in the Netherlands by the chaotic IPO of World Online on Euronext Amsterdam, gave rise to substantial investor losses and had a negative impact on investor confidence. After legal proceedings in three instances initiated by the Dutch Investors Association (VEB) against World Online and the lead managers, the Dutch Supreme Court ruled in a landmark decision of 27 November 2009 that the IPO prospectus of World Online was misleading. In an obiter dictum the Supreme Court substantially facilitated the rendering of evidence by investors as to causation, referring to the principle of effective legal protection of investors. Shortly thereafter, the parties entered into an amicable settlement. The World Online judgment of the Supreme Court once more confirms that prospectus liability is a keystone of effective investor protection.

This study investigates how Dutch regulation, case law and doctrine relating to civil liability for misleading information in a prospectus have developed over the

years. In addition to providing a general survey, three questions are dealt with in particular:

1. Which parties involved in an issue of securities on the capital markets can be held liable on the basis of tort in the event of a misleading prospectus and under which conditions?
2. Which possibilities do investors, having been misled by the prospectus, have to institute a claim based on contract? How do contractual claims relate to (a) one another and (b) claims based on tort?
3. Do the current statutory rules for misleading statements and unfair commercial practices provided by articles 6:193a/194 Dutch Civil Code (DCC) provide an adequate statutory framework for prospectus liability based on tort or is amendment of these rules recommendable?

The study is divided in four parts. *Part I* provides an introduction and puts prospectus liability in the perspective of, subsequently: legal history, legal practice, Dutch public law, law of the European Union and Dutch private law. *Part II* deals with prospectus liability based on tort, until the present being the preferred basis for investors to claim damages. *Part III* investigates the possibility to institute contractual claims against the issuer and/or the lead manager. As contractual claims have seldom being instituted in practice so far, Part III mainly investigates unexplored territory. The study is concluded by *Part IV*, containing a comparison between the different actions in contract and in tort, followed by an evaluation of the special statutory tort rules for misleading statements and unfair commercial practices provided by articles 6:193a/194 Dutch Civil Code (DCC).

Part I – Introduction and different contexts of prospectus liability

After an introductory chapter, prospectus liability is put in the context of Dutch legal history. The first statutory rules with respect to the prospectus formed part of the codification of Dutch corporate law in 1928. Prospectus liability was considered to be a special form of tort. The act of 1928 provided that managing and supervisory directors of the issuer were jointly and severally liable with the issuer itself for misleading statements in the prospectus. In 1980 these rules were abolished and substituted by a new statute, in anticipation of EU Directive 84/450 relating to Misleading Advertising (MA Directive), thereby drawing prospectus liability into the realm of EU consumer law. After implementation in 2008 of the Unfair Commercial Practices Directive 2005/29 (UCP Directive), a dual track system exists: investors who are consumers should base their claims on articles 6:193a a.f. DCC (implementing the UCP Directive), whilst all other investors should resort to articles 6:194 a.f. DCC (implementing the MA Directive).

Subsequently, the practical course of events in an IPO is analysed, partly based on my own experience as a capital markets lawyer. Special attention is paid to structuring the transaction, which entails various questions such as (*inter alia*): issue of new shares or secondary offering by existing shareholders; determining the preferred stock exchange(s) as (a) listing venue(s); addressing the offering to qualified investors only or also to private investors; determining the countries in which investors should be approached; and determining the underwriting technique (*firm commitment underwriting* or *stand-by underwriting*). Subsequently, it

is investigated how the transaction process can influence liability for misleading statements in the prospectus in a later stage.

After an explanation of legal theory as to the effect of Dutch public law and EU law on Dutch private law and the desirable synergy between public and private law, prospectus liability is put in the context of EU Prospectus Directive 2003/71. It is investigated how certain key concepts and provisions of the Prospectus Directive should influence Dutch private law in order to reach synergy. The concepts which are dealt with are (*inter alia*): the prospectus concept itself; effective legal protection of investors; the requirement that investors should be enabled by the prospectus to make an informed assessment of the investment proposition; varying levels of knowledge and experience of investors; responsibility for the prospectus; the obligation to publish a prospectus; and the prospectus summary. As to responsibility for the prospectus, a distinction is made between a formal interpretation (which persons/parties are referred to in the prospectus as being responsible?) and an interpretation based on transactional reality (to which extent did the various persons/parties involved in the transaction materially influence or contribute to the contents of the prospectus?).

Finally, prospectus liability is put in the context of Dutch private law, in particular liability law and (EU inspired) consumer law. In recent times, liability law not only fulfils the purpose of enabling investors to obtain financial compensation, but also of restoring the investor's sense of justice. This explains why in recent capital markets related proceedings not only the issuer and the lead manager(s), but also managing directors of the issuer have been addressed in person. The suggestion made by certain authors to provide for special rules on prospectus liability in Dutch (public) securities law is discussed and rejected.

Part II - Prospectus liability in tort

Making misleading statements when offering products or goods, including securities, is an act in tort under Dutch private law, both under the general tort provision of article 6:162 DCC and the special consumer law provisions of articles 6:193a/194 DCC. The question when exactly a statement or commercial practice is misleading has been left open by the Dutch legislator in view of the many variations which can occur in practice. This has been left to the judgment of the courts, which have produced substantial case law on the matter over the years. In a landmark decision *in re Gut Springenheide* (1998) the EU Court of Justice ruled that national courts, in order to determine whether a statement is liable to mislead the purchaser, must take into account the presumed expectations which the statement evokes in an *average consumer* who is reasonably well informed and reasonably observant and circumspect. Based thereon, the Dutch Supreme Court applied the criterion of a reasonably well informed, observant and circumspect *average investor* to whom the information is addressed, to determine whether prospectus statements are misleading. This average investor is an abstraction which was used for the first time by the Dutch Supreme Court in its landmark decisions *in re De Boer/TMF* (2008) and *World Online* (2009).

In addition to violating a written or unwritten rule, another condition for establishing tort under Dutch law is *accountability* of the actor. It should be possible to hold the actor accountable for the violation, either on the basis of fault or on the basis of societal perceptions (which implies a risk element). Prospectus liability

under Dutch law is principally liability based on fault, leaving the possibility of exculpation for the defendant. For the issuer, exculpation will generally not be possible. For the lead manager, the principal way leading to exculpation is the *due diligence defence*. The lead manager who has performed an adequate due diligence investigation with respect to the issuer and its business will generally not be held liable in tort, in view of the absence of fault. Indications as to the prevailing standards for performing a proper due diligence investigation have been given by the Supreme Court in its landmark decision *in re Coop* (1994). One of the key points of attention for the lead manager is, to ask supplementary in-depth questions when there is any reason to do so on the basis of the results of initial due diligence, even when the ensuing information is expertised.

Another requirement for obtaining compensation of damages in tort is, that *causation* between the misleading prospectus and the damages should be established. The burden of evidence as to causation rests on the investor. This, however, may make the investor's position in the proceedings too problematic, which would be contrary to the principle of effective investor protection laid down in article 6(2) Prospectus Directive 2003/71. For that reason, the Dutch Supreme Court has ruled *in re World Online* (2009) that the causal link is *presumed* in the event that prospectus information is misleading. The issuer and the lead manager may rebut this presumption by submitting sufficient evidence to the contrary. Four modalities of causation are discussed, varying from (1) a strict and direct causal link to (4) a form of indirect causation leaning on the '*fraud-on-the-markets*' theory. According to this theory, there is a sufficient causal link when the investor, when taking his investment decision, trusted that all available information about the issuer and its business was embodied in the stock price. The fraud-on-the-markets theory is based on the *Efficient Market Hypothesis* (EMH), a theory which is not generally embraced in the Netherlands. For that reason, causation modality nr. (4) has not been adopted as the prevailing one. For establishing causation, it is still required that the investor has effectively been *induced* by the misleading information to invest in the securities.

The importance of the special liability rules contained in articles 6:193a/194 DCC on unfair commercial practices and misleading statements is mainly, that the investor has the advantage of a reversal of the burden of proof as to (1) the misleading character of the prospectus information and (2) the accountability of the defendant. Both the correctness of the information and (if incorrect) the absence of accountability should be proven by the issuer and the lead manager. This system of double reversal is extensively discussed and put in the context of the general rules of evidence prevailing in the Netherlands. Subsequently, liability for (written or oral) statements made outside the prospectus by various parties involved in the transaction – such as advertisements, press releases and interviews – is discussed.

Part II is concluded by an analysis of the potential prospectus liability of eleven market parties which are usually involved in a securities offering. The analysis encompasses the position of the issuer; the lead manager; the co-managers in the syndicate; the listing agent under the Euronext Rules; the selling shareholder; the auditor; external legal counsel; the stock exchange; the competent supervisory authority; analysts; and rating agencies. A separate chapter is dedicated to potential liability of managing and supervisory directors of the issuer for a misleading

prospectus. The rules of prospectus liability are merged with the doctrine of directors' liability developed under Dutch corporate law. The latter requires that directors' liability is subject to the standard of *serious blame* ('*ernstig verwijt*').

Part III - Prospectus liability based on contract

Few attempts have been made so far to hold the issuer or the lead manager responsible on the basis of contract for misleading statements in a prospectus. Contractual claims can only be instituted by investors who have purchased their securities in a primary market transaction from the issuer/selling shareholder (in the event of *stand-by underwriting*) or the lead manager (in the event of *firm commitment underwriting*). In the secondary market, to the extent that it coincides with trading on a stock exchange, actual sale and purchase agreements may not be concluded at all. First, the different contractual relationships between various parties involved in a primary market transaction are outlined and put in the context of Dutch contract law. Explanations are provided with respect to the pre-contractual stage; offer and acceptance; interpretation of the prospectus as a contract; stipulations for the benefit of third parties; disclaimers in the prospectus; and the prospectus as a set of general conditions. Subsequently, the most important contractual remedies under Dutch law are discussed, including (*inter alia*) nullification on the basis of error; nullification based on deceit; claims for damages or rescission on the basis of breach of contract; claims based on *non-conformity* of the securities with the sale and purchase agreement; the special nullification remedy of article 6:193j(3) DCC; and class actions instituted by investor associations. Much of this concerns untrodden territory.

Part IV – Synthesis and evaluation

Part IV contains a comparison between the different actions in contract and in tort. Certain contractual remedies may bring the advantage to the primary market investor of not having to prove causation (the non-conformity remedy) or accountability (nullification remedies). The lack of an accountability requirement may result in the lead manager having problems to invoke the *due diligence defence*.

Finally, the special statutory tort rules for misleading statements and unfair commercial practices provided by articles 6:193a/194 Dutch Civil Code (DCC) are evaluated. It is concluded that these rules constitute an adequate legal framework for prospectus liability in tort. For clarification purposes, two tentative suggestions for amending these provisions are made.

Afkortingen

AA	Ars Aequi
aant.	aantekening
AB	AB Rechtspraak Bestuursrecht
ABRS	Afdeling Bestuursrechtspraak van de Raad van State
AFM	Autoriteit Financiële Markten
AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive
art.	artikel(en)
AvA	algemene vergadering van aandeelhouders
Awb	Algemene wet bestuursrecht
B2B	business-to-business
B2C	business-to-consumer
BGfo Wft	Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft
bijv.	bijvoorbeeld
BW	Burgerlijk Wetboek
C2C	consumer-to-consumer
ca.	circa
CEO	Chief Executive Officer
CESR	Committee of European Securities Regulators
CFO	Chief Financial Officer
c.q.	casu quo
c.s.	cum suis
csqn	conditio sine qua non
curs.	cursief/cursivering
d.d.	de dato
e.a.	en andere(n)
EEG	Europese Economische Gemeenschap
EG	Europese Gemeenschap
emh	efficiënte markthypothese
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESME	European Securities Markets Expert Group
EU	Europese Unie
e.v.	en volgende(n)

FR	Tijdschrift voor Financieel Recht
FTV	Fiscaal Tijdschrift Vermogen
Handelingen S-G	Handelingen der Staten-Generaal
HvJ EG	Hof van Justitie van de Europese Gemeenschappen
HvJ EU	Hof van Justitie van de Europese Unie
i.e.	id est; dat wil zeggen
i.h.b.	in het bijzonder
ipo	initial public offering
i.t.t.	in tegenstelling tot
jo.	juncto
m.nt.	met noot
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MKB	midden- en kleinbedrijf
MTF	multilateral trading facility/multilaterale handelsfaciliteit
MvA	Memorie van Antwoord
MVR	misleidende en vergelijkende reclame
MvT	Memorie van Toelichting
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
n.a.v.	naar aanleiding van
n.g.	niet gepubliceerd
NJB	Nederlands Juristenblad
NJV	Nederlandse Juristenvereniging
Nrgfo Wft	Nadere regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft
NTBR	Nederlands Tijdschrift voor Burgerlijk Recht
NtEr	Nederlands tijdschrift voor Europees recht
NV	De Naamloze Vennootschap (maandblad)
NYSE	New York Stock Exchange
O&F	Onderneming en Financiering
OFR	Operating and Financial Review
OHP	oneerlijke handelspraktijken
o.m.	onder meer
p.	pagina('s)
par.	paragraaf/-fen
Pb	Publicatieblad
ppm	private placement memorandum
Rb.	rechtbank
RCC	Reclame Code Commissie
resp.	respectievelijk
RF	Rechtspraak Financieel Recht
r.o.	rechtsoverweging
RPB	Reglement Procedure Beursnotering
Rv	Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering
SEC	Securities and Exchange Commission
seo	seasoned equity offering
SER	Sociaal-Economische Raad

SEW	Tijdschrift voor Europees en economisch recht
Sr	Wetboek van Strafrecht
Stb.	Staatsblad
t/m	tot en met
TOP	Tijdschrift voor de Ondernemingsrechtpraktijk
TvC	Tijdschrift voor Consumentenrecht en handelspraktijken
TvOB	Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur
Trb.	Tractatenblad
TVVS	Tijdschrift voor Vennootschappen, Verenigingen en Stichtingen
V&O	Vennootschap en Onderneming
VEG	Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap
VEU	Verdrag betreffende de Europese Unie
Vr Wft	Vrijstellingsregeling Wft
VWEU	Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie
VS	Verenigde Staten
W	Weekblad van het Recht
Wft	Wet op het financieel toezicht
Whc	Wet handhaving consumentenbescherming
WPNR	Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie
Wte	Wet toezicht effectenverkeer
Wte 1995	Wet toezicht effectenverkeer 1995
WvK	Wetboek van Koophandel
WVW	Wegenverkeerswet

Enige verkort aangehaalde regelgeving

Nederlandse regelgeving

Wet van 1928

Wet van 2 juli 1928 tot wijziging en aanvulling van de bepalingen omtrent de naamloze vennootschap en regeling van de aansprakelijkheid voor het prospectus (Stb. 1928, 216), inwerkingtreding 1 april 1929

Wet van 1980/Wet Misleidende Reclame

Wet van 6 juni 1980 houdende regelen omtrent de privaatrechtelijke bescherming tegen misleidende reclame (Stb. 1980, 304), inwerkingtreding 14 juli 1980

Wet toezicht effectenverkeer

Wet van 7 maart 1991, houdende regelen inzake het toezicht op het effectenverkeer (Stb. 1991, 141), inwerkingtreding 15 juni 1992

Wet toezicht effectenverkeer 1995

Wet van 16 november 1995, houdende het opnieuw vaststellen van de wet toezicht effectenverkeer in verband met de uitvoering van de richtlijn betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten en van de richtlijn kapitaaltoereikendheid van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen (Stb. 1995, 574), inwerkingtreding 31 december 1995

Wet van 2002/Wet Vergelijkende Reclame

Wet van 28 maart 2002 tot aanpassing van Boek 6 van het Burgerlijk Wetboek aan richtlijn (EG) nr. 97/55 van het Europees Parlement en de Raad van 6 oktober 1997 tot wijziging van de richtlijn nr. 84/450/EEG inzake misleidende reclame teneinde ook vergelijkende reclame te regelen (Stb. 2002, 187), inwerkingtreding 12 april 2002

Wet marktmisbruik

Wet van 23 juni 2005 tot wijziging van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 en andere wetten ter implementatie van richtlijn nr. 2003/6/EG betreffende handel

met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmissbruik) en andere richtlijnen (Stb. 2005, 346), inwerkingtreding 1 oktober 2005

Wet op het financieel toezicht

Wet van 28 september 2006, houdende regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Stb. 2006, 475), inwerkingtreding 1 januari 2007

Wet oneerlijke handelspraktijken

Wet van 25 september 2008 tot aanpassing van de Boeken 3 en 6 van het Burgerlijk Wetboek en andere wetten aan de richtlijn betreffende oneerlijke handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten op de interne markt (Stb. 2008, 397), inwerkingtreding 15 oktober 2008

Europese documenten

Verdragen

EU-Werkingsverdrag

Verdrag van 25 maart 1957, Trb. 1957, 91 betreffende de werking van de Europese Unie, geconsolideerde versie 2016 (*PbEU* 2016 C 202)

EU-Verdrag

Verdrag van 7 februari 1992, Trb. 1992, 74 betreffende de Europese Unie, geconsolideerde versie 2016 (*PbEU* 2016 C 202)

Richtlijnen en verordeningen

Richtlijn prospectus officiële notering

Richtlijn 80/390/EEG van de Raad van 17 maart 1980 tot coördinatie van de eisen gesteld aan de opstelling van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus dat gepubliceerd moet worden voor de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs (*PbEG* 1980 L 100/1)

Richtlijn misleidende reclame

Richtlijn 84/450/EEG van de Raad van 10 september 1984 betreffende het nader tot elkaar brengen van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen der Lidstaten inzake misleidende reclame (*PbEG* 1984 L 250/17)

Richtlijn prospectus openbare aanbidding

Richtlijn 89/298/EEG van de Raad van 17 april 1989 tot coördinatie van de eisen gesteld aan de opstelling van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus dat moet worden gepubliceerd bij een openbare aanbidding van effecten (*PbEG* 1989 L 124/8)

Richtlijn vergelijkende reclame

Richtlijn 97/55/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 oktober 1997 tot wijziging van Richtlijn 84/450/EEG inzake misleidende reclame ten einde ook vergelijkende reclame te regelen (*PbEG* 1997 L 290/18)

Finaliteitsrichtlijn

Richtlijn 98/26/EG van het Europees Parlement en de Raad van 19 mei 1998 betreffende het definitieve karakter van afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingssystemen (*PbEG* 1998 L 166/45), laatstelijk gewijzigd door Verordening (EU) 909/2014 (*PbEU* 2014 L 257/1)

EEX-Verordening (Brussel I)

Verordening 44/2001/EG van de Raad van 22 december 2000 betreffende de rechterlijke bevoegdheid, de erkenning en de tenuitvoerlegging van beslissingen in burgerlijke en handelszaken (*PbEU* 2001, L 12), laatstelijk gewijzigd door Verordening (EU) 2015/263 (*PbEU* 2015 L 45/2).

Richtlijn officiële notering en doorlopende verplichtingen

Richtlijn 2001/34/EG betreffende de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs en de informatie die over deze effecten moet worden gepubliceerd (*PbEG* 2001 L 184/1)

Richtlijn Marktmissbruik

Richtlijn 2003/6/EG van het Europese Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmissbruik) (*PbEU* 2003, L 96/16)

Prospectusrichtlijn

Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (*PbEG* 2003 L 345/64)

MiFID

Richtlijn 2004/39 van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad (*PbEU* 2004 L 145/1)

Transparantierichtlijn

Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgaande instellingen waarvan de effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (*PbEU* 2004 L 390/38)

Prospectusverordening

Verordening 809/2004/EG van de Commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG wat de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opname van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van reclame betreft (*PbEG* 2004, L 149), laatstelijk gewijzigd 12 juni 2015 (*PbEU* 2015 L 249/1)

Richtlijn oneerlijke handelspraktijken

Richtlijn 2005/29/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 mei 2005 betreffende oneerlijke handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten op de interne markt en tot wijziging van de Richtlijnen 84/450/EEG, 97/7/EG, 98/27/EG en 2002/65/EG en van Verordening (EG) nr. 2006/2004 (*PbEU* 2005, L 149/22)

Consolidatierichtlijn misleidende en vergelijkende reclame

Richtlijn 2006/114/EG van het Europees Parlement en de Raad van 12 december 2006 inzake misleidende en vergelijkende reclame (*PbEU* 2006, L 376/21)

Eerste Wijzigingsrichtlijn Prospectus

Richtlijn 2010/73/EU van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot wijziging van Richtlijn 2003/71/EG betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten (*PbEU* 2010, L 327/1)

Tweede Wijzigingsrichtlijn Prospectus

Richtlijn 2010/78/EU van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot wijziging van de Richtlijnen 98/26/EG, 2002/87/EG, 2003/6/EG, 2003/41/EG, 2003/71/EG, 2004/39/EG, 2004/109/EG, 2005/60/EG, 2006/48/EG, 2006/49/EG en 2009/65/EG wat de bevoegdheden van de Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Bankautoriteit), de Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Autoriteit voor verzekeringen en bedrijfspensioenen) en de Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Autoriteit voor effecten en markten) betreft (*PbEU* 2010 L 331/120)

AIFMD

Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen 1060/2009/EG en 1095/2010/EU (*PbEU* 2011 L 174/1), laatstelijk gewijzigd 15 mei 2014 (*PbEU* 2014 L 173/349)

Verordening Marktmissbruik

Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmissbruik (Verordening marktmissbruik) en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie (*PbEU* 2014 L 173/1)

MiFID II

Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU (*PbEU* 2014 L 173/349)

Concept Prospectusverordening

Voorstel van de Commissie van 30 november 2015 voor een Verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten (COM (2015) 583 final; 2015/0268(COD))

Gedelegeerde Verordening terugkoop en stabilisatie

Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/1052 van de Commissie van 8 maart 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen voor de voorwaarden voor terugkoopprogramma's en stabilisatiemaatregelen (*PbEU* 2016 L 173/34)

Overige Europese documenten

Eerste EEG-consumentenprogramma

Resolutie van de Raad van 14 april 1975 betreffende een eerste programma van de Europese Economische Gemeenschap voor een beleid inzake bescherming en voorlichting van de consument (*PbEG* 1975, C 92/1)

Tweede EEG-consumentenprogramma

Resolutie van de Raad van 19 mei 1981 betreffende een tweede programma van de Europese Economische Gemeenschap voor een beleid inzake bescherming en voorlichting van de consument (*PbEG* 1981, C 133/1)

ESMA Recommendations

ESMA update of 23 March 2011 of the CESR recommendations regarding the consistent implementation of Commission Regulation (EC) No 809/2004 implementing the Prospectus Directive (ESMA/2011/81, <http://www.esma.europa.eu/documents/prospectus>)

Literatuurregister

Indien de namen van auteurs gescheiden zijn door ‘/’ betekent dit ‘bewerkt door’; indien de namen van auteurs gescheiden zijn door ‘&’ betreft het co-auteurs.

Ancery & Pavillon 2014

A.G.F. Ancery en C.M.D.S. Pavillon, Processuele aspecten van reflexwerking in het consumentenrecht, WPNR 2014/7026, p. 647-655

Antenbrink & Vedder 2010

F. Antenbrink en H.H.B. Vedder, Recht van de Europese Unie, 4^{de} druk, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2010

Arons 2012

T.M.C. Arons, Cross-border Enforcement of Listed Companies’ Duties to Inform (diss. Rotterdam), Serie vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 87, Deventer: Kluwer 2012

Arons 2013

T.M.C. Arons, Aansprakelijkheid van financieel analisten, in: D. Busch, C.J.M. Klaassen en T.M.C. Arons (red.), Aansprakelijkheid in de financiële sector, Serie Onderneming en Recht, deel 78, Deventer: Kluwer 2013, p. 773-832

Arons 2014

T.M.C. Arons, De implementatie van de Prospectusrichtlijn in Nederland, in: A.S. Hartkamp, C.H. Sieburgh, L.A.D. Keus, J.S. Kortmann en M.H. Wissink (red.), De invloed van het Europese recht op het Nederlandse privaatrecht, Serie Onderneming en Recht, deel 81-II, Deventer: Kluwer 2014, p. 505-552

Arons 2014a

T.M.C. Arons, noot bij HvJ EG 19 december 2013, C-174/12 (Hirman/Immofinanz) Ondernemingsrecht 2014/71

Arons 2015

T.M.C. Arons, Van financiële massaproducten en (massa)vernietigingsacties. Vernietiging van overeenkomsten wegens oneerlijke handelspraktijk. Nederlandse toevoeging aan de consumentenrichtlijn, *Ondernemingsrecht* 2015/104

Arons & Busch 2016

T.M.C. Arons en D. Busch, Bestuurdersaansprakelijkheid bij schending van financieelrechtelijke toezichtsregels, *WPNR* 2016/7125, p. 893-906

Arons & Koster 2014

T.M.C. Arons en G.F.E. Koster, Voorontwerp wet afwikkeling massaschade in een collectieve actie. Het sluitstuk van de collectieve actie?, *Ondernemingsrecht* 2014/137

Asser Procesrecht 3 2013

W.D.H. Asser, Mr. C. Asser's Handleiding tot beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht; Procesrecht; deel 3, Bewijs, 1^{ste} druk, Deventer: Kluwer 2013

Asser/Hartkamp 3-I 2015

A.S. Hartkamp, Mr. C. Asser's Handleiding tot beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht; 3, Vermogensrecht algemeen; deel I, Europees recht en Nederlands vermogensrecht, 3^{de} druk, Deventer: Wolters Kluwer 2015

Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-I 2016

A.S. Hartkamp en C.H. Sieburgh, Mr. C. Asser's Handleiding tot beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht; 6, Verbintenissenrecht; deel I, De verbintenis in het algemeen, eerste gedeelte, 15^{de} druk, Deventer: Wolters Kluwer 2016

Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013

A.S. Hartkamp en C.H. Sieburgh, Mr. C. Asser's Handleiding tot beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht; 6, Verbintenissenrecht; deel II, De verbintenis in het algemeen, tweede gedeelte, 14^{de} druk, Deventer: Kluwer 2013

Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014

A.S. Hartkamp en C.H. Sieburgh, Mr. C. Asser's Handleiding tot beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht; 6, Verbintenissenrecht; deel III, Algemeen overeenkomstenrecht, 14^{de} druk, Deventer: Kluwer 2014

Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV 2015

A.S. Hartkamp en C.H. Sieburgh, Mr. C. Asser's Handleiding tot beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht; 6, Verbintenissenrecht; deel IV, De verbintenis uit de wet, 14^{de} druk, Deventer: Wolters Kluwer 2015

Asser/Hijma 7-I* 2013

Jac. Hijma, Mr. C. Asser's Handleiding tot beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht; 7, Bijzondere overeenkomsten; deel I*, Koop en ruil, 8^{ste} druk, Deventer: Kluwer 2013

Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009

G. van Solinge en M.P. Nieuwe Weme, Mr. C. Asser's Handleiding tot beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht; 2, Rechtspersonenrecht; deel II*, De naamloze en besloten vennootschap, 3^{de} druk, Deventer: Kluwer 2009

Assmann & Schütze 2007

H.-D. Assmann en R.A. Schütze (red.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3^{de} druk, München, Verlag C.H. Beck 2007

Atema & Peek 2013

J.J. Atema en S.M. Peek, Credit Rating Agencies en civielrechtelijke aansprakelijkheid, in: D. Busch, C.J.M. Klaassen en T.M.C. Arons (red.), Aansprakelijkheid in de financiële sector, Serie Onderneming en Recht, deel 78, Deventer: Kluwer 2013, p. 931-972

Van Baalen 2006

S.B. van Baalen, Zorgplichten in de effectenhandel (diss. Groningen), Deventer: Kluwer 2006

Van Baalen 2009

S.B. van Baalen, noot bij de drie effectenlease-arresten van de Hoge Raad van 5 juni 2009, Ondernemingsrecht 2009/176

Van Baalen 2010

S.B. van Baalen, Aansprakelijkheid als gevolg van een schending van Wft-regels, in: D. Busch e.a. (red.), Onderneming en financieel toezicht, Serie Onderneming en Recht, deel 57 (2^{de} druk), Deventer: Kluwer 2010, p. 1013-1038

Bakels 2009

F.B. Bakels, Aspecten van samenloop (I) en (II), WPNR 2009/6796 en 6797

Bartels & Schaub 2007

S.E. Bartels en M.Y. Schaub, De Richtlijn elektronische handel, in: A.S. Hartkamp, C.H. Sieburgh en L.A.D. Keus (red.), De invloed van het Europese recht op het Nederlandse privaatrecht, Serie Onderneming en Recht, deel 42-II, Deventer: Kluwer 2007, p. 271-293

Bartos 2006

J.M. Bartos, United States Securities Law: A Practical Guide, 3^{de} druk, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2006

Beckers 2014

J.H.L. Beckers, De verplichting tot schadevergoeding wegens schending van financieel toezichtrecht in het licht van kapitaalbescherming en het gelijkheidsbeginsel, V&O 2014, p. 109-114

Beckman 2012

H. Beckman, Quasi-risicoaansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen voor financiële verslaggeving, Ondernemingsrecht 2012/37

Bertrams 1997

R.I.V.F. Bertrams, Disclaimers in verband met prospectusaansprakelijkheid,, in: Lustrumbundel 1997 Vereniging voor Effectenrecht, Deventer: Kluwer 1997, p. 1-13

Bierman & Struycken 2011

B. Bierman en T.H.D. Struycken, Beurstransacties en het daarop toepasselijke recht – over artikel 4(1)(H) van de Rome I-Verordening, in: S.E. Bartels e.a. (red.), Effecten en vermogensrecht, Serie Onderneming en Recht, deel 63, Deventer: Kluwer 2011, p. 49-82

Blaisse 2013

H.J. Blaisse, De reikwijdte van de derdenaansprakelijkheid van de accountant, Ondernemingsrecht 2013/3

Blom 1996

M.A. Blom, Prospectusaansprakelijkheid van de lead manager (diss. Tilburg), Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 53, Deventer: Kluwer 1996

Blom & Boll 1995

Prospectusaansprakelijkheid, preadvies nr. 2 voor de Vereniging voor Effectenrecht, hoofdstuk IV, Prospectusaansprakelijkheid met het oog op wetgeving, Deventer: Kluwer 1995

Boele 1997

S.A. Boele, Nieuwe regels voor due diligence bij beursintroductions, TVVS 1997, p. 65-69

Boersma 2010

B.A. Boersma, Bijdrage van ratingbureaus aan ontstaan kredietcrisis onderzocht, O&F 2010, p. 1-24

Bolt & Spier 1996

A.T. Bolt en J. Spier, De uitdijende rijkweidte van de aansprakelijkheid uit onrechtmatige daad, preadvies voor de Nederlandse Juristen-Vereniging, Handelingen NJV 126^{ste} jaargang/1996-I, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1996

Bollen 2004

C. Bollen, Onjuiste mededelingen en de samenloop tussen dwaling en wanprestatie: de ene mededeling is de andere niet!, NTBR 2004, p. 414-427

Van Boom 2008

W.H. van Boom, Inpassing en handhaving van de Wet oneerlijke handelspraktijken, TvC 2008-1 (themanummer oneerlijke handelspraktijken), p. 4-24

Van Boom & Lindenberg 2010

W.H. van Boom en S.D. Lindenberg, Effectenlease: dwaling, zorgplicht en schadevergoeding, AA 2010, p. 188-196

Boots, Eisma & Schoenmaker 2010

M.P. Boots, S.E. Eisma en D. Schoenmaker, De doelstellingen van de Wft, in: D. Busch e.a. (red.), Onderneming en financieel toezicht, Serie Onderneming en Recht, deel 57 (2^{de} druk), Deventer: Kluwer 2010, p. 5-22

Boukema 1992

C.A. Boukema, Samenloop, Monografieën Nieuw BW A21, Deventer: Kluwer 1992

Van de Braak 2003

L. van de Braak, Van Kannenbier tot Coop: een overzicht van prospectusaansprakelijkheid, in: LT, Verzamelde ‘Groninger’ opstellen aangeboden aan Vino Timmerman, Deventer: Kluwer 2003, p. 15-26

De Brauw & Raaijmakers 2009

C.J.C. de Brauw en G.T.M.J. Raaijmakers, Gedragstoezicht financiële markten, in: J.B. Huizink & D. Schoenmaker (red.), Leerboek Wft, Apeldoorn – Antwerpen: Maklu 2009, hoofdstuk 9 (p. 193-204)

Brink 2009

M. Brink, Due diligence (diss. Tilburg), Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2009

Van den Broek 2009

M.M. van den Broek, Voorstel van de Europese Commissie tot herziening van de Prospectusrichtlijn, FR 2009, p. 416-421

Broekhuizen 2015

K.W.H. Broekhuizen, Doelstellingen, redenen en aard van financieel toezicht, Ondernemingsrecht 2015/111

Broekhuizen 2016

K.W.H. Broekhuizen, Klantbelang, belangenconflict en zorgplicht (diss. Universiteit van Amsterdam), Den Haag: Boom Juridisch 2016

Brunner 1984

C.J.H. Brunner, Beginselen van samenloop (2^{de} druk), Serie privaatrechtelijke begrippen, deel 7, Arnhem: Gouda Quint 1984

Buijn & Storm 2013

F.K. Buijn en P.M. Storm, Ondernemingsrecht BV en NV in de praktijk, serie Recht en Praktijk Ondernemingsrecht deel 4, Deventer: Kluwer 2013

Busch 2011

D. Busch, Naar een beperkte aansprakelijkheid van financiële toezichthouders?, Ondernemingsrecht 2011/13

Busch 2016

D. Busch, Het Europese effectiviteitsbeginsel effectief omzeild?, *Ars Aequi* 2016, p. 867-873

Busch 2016a

D. Busch, Het civiel effect van de Marktmissbruikverordening, *FR* 2016, p. 525-537

Chao-Duivis 1996

M.A.B. Chao-Duivis, *Dwaling bij de totstandkoming van de overeenkomst* (diss. Tilburg), Kluwer: Deventer 1996

Cherednychenko & Kuiper 2008

O.O. Cherednychenko en S.H. Kuiper, De Wet oneerlijke handelspraktijken en financiële dienstverlening, *NTBR* 2008/8, p. 336-348

Coffee 2006

John C. Coffee Jr., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford: Oxford University Press 2006

Cornegoor 2009

J.M.K.P. Cornegoor, Collectieve acties en belangenorganisaties in hun verschijningsvormen, in: F.M.A. 't Hart (red.), *Collectieve acties in de financiële sector*, Amsterdam: NIBE-SVV 2009

Van Dam 2009

C.C. van Dam, De gemiddelde Euroconsument – een pluriform fenomeen. Over de Richtlijn oneerlijke handelspraktijken en de rechtspraak van het Hof van Justitie, *SEW* 2009/2, p. 3-11.

Demper & Schoonewille 2010

S.N. Demper en M.T.G. Schoonewille, *Naar de beurs anno 2010, Onderneming en Financiering* 2010, p. 32-50

Devroe 2007

W. Devroe, Impact van door het Europees Hof van Justitie ontwikkelde algemene beginselen op privaatrechtelijke verhoudingen, in: A.S. Hartkamp, C.H. Sieburgh en L.A.D. Keus (red.), *De invloed van het Europese recht op het Nederlandse privaatrecht, Serie Onderneming en Recht, deel 42-I*, Deventer: Kluwer 2007, p. 133-189

Van Dijk 1998

J.M. van Dijk, *Aansprakelijkheidsvragen rond fairness opinions*, *TVVS* 1998/153

Van Dijk 2016

J.M. van Dijk, *Over opinions – Handleiding voor het opstellen en beoordelen van Nederlandsrechtelijke legal opinions*, Den Haag: Boom Juridisch 2016

Doorenbos 1992

D.R. Doorenbos, *Financieel Strafrecht* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 1992

Dorhout Mees 1978

T.J. Dorhout Mees, *Nederlands handels- en faillissementsrecht, deel I. Inleiding en ondernemingsrecht*, 8^{ste} druk, Arnhem: Gouda Quint BV 1978

Van Duin & Lawant 2015

J.M.L. van Duin en R.S.I. Lawant, *Wetsvoorstel Afwikkeling massaschade en collectieve actie: ontbrekende schakel of brug te ver?*, TCR 2015, p. 7-15.

Van Eersel 2015

M. van Eersel, *Crowdfunding, Juridische aspecten van financiering door de menigte*, *Financieel Juridische Reeks*, deel 8, Zutphen: Uitgeverij Paris 2015

Eijsbouts 2010

W.T. Eijsbouts, J.H. Jans, A. Prechal en L.A.J. Senden (red.), *Europees Recht – Algemeen Deel*, 3^{de} druk, Groningen: Europa Law Publishing 2010

Eisma 2007

S.E. Eisma, *Het doel van de Wft: een juridische benadering*, in: D. Busch e.a. (red.), *Onderneming en financieel toezicht*, *Serie Onderneming en Recht*, deel 40 (1^{ste} druk), Deventer: Kluwer 2007, p. 23-34

Eisma & Schlingmann 2002

S.E. Eisma en F.M. Schlingmann, *Kroniek van het effectenrecht*, *NJB* 2002/10, p. 542-551

Ekering 1941

J.H. Ekering, *Motorrijtuig en aansprakelijkheid naar Nederlandsch burgerlijk recht* (diss. Amsterdam), Amsterdam: H.J. Paris 1941

Elsenga 2011

O.S. Elsenga, *NYSE Euronext Amsterdam vereisten*, in: B. Bierens e.a. (red.), *Handboek Beursgang*, *Serie Onderneming en Recht*, deel 68, Deventer: Kluwer 2011, p. 371-397

Ferran 2004

E. Ferran, *Building an EU Securities Market*, Cambridge University Press 2004

Fischer-Appelt 2010

D. Fischer-Appelt, *Prospectus Directive amendments – discussion of key changes*, *Law and Financial Markets Review* 2010, p. 490-498

Fletcher 1988

C.E. Fletcher, *Sophisticated Investors under the Federal Securities Laws*, *Duke law Journal* 1988, 1081

Franx 2004

J.P. Franx, Prospectusaansprakelijkheid en de nieuwe Europese Prospectusrichtlijn, Ondernemingsrecht 2004/91

Franx 2005

J.P. Franx, Het aanvullend prospectus na implementatie van de Prospectusrichtlijn: een civielrechtelijke stoorzender bij boekbuilding?, Ondernemingsrecht 2005/152

Franx 2005a

J.P. Franx, 'Shelf registration' onder de Europese Prospectusrichtlijn en in de VS: wat betekent het voor issuers en underwriters?, FR 2005, p. 48-59

Franx 2006

J.P. Franx, Alternext Amsterdam: een niet-gereguleerde markt voor small- en midcaps, Ondernemingsrecht 2006/152

Franx 2010

J.P. Franx, Aanbiedingen van effecten – inhoudelijke prospectusvereisten, in: D. Busch e.a. (red.), Onderneming en financieel toezicht, Serie Onderneming en Recht, deel 57 (2^{de} druk), Deventer: Kluwer 2010, p. 592-610

Franx 2014

J.P. Franx, (Prospectus)aansprakelijkheid van bestuurders bij beursgang en emissie, in het bijzonder onder de Wet oneerlijke handelspraktijken, Ondernemingsrecht 2014/112

Franx 2015

J.P. Franx, Effectieve rechtsbescherming van beleggers, in: B.F. Assink e.a. (red.), De toekomst van het ondernemingsrecht - het ondernemingsrecht van de toekomst, Opstellen voor Prof. mr. L. (Vino) Timmerman ter gelegenheid van zijn 65^{ste} verjaardag en 25+ jaar hoogleraarschap, Serie vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 99, Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 97-114

Franx 2016

J.P. Franx, Hoe om te gaan met de vernietigingsactie van art. 6:193j lid 3 BW op de kapitaalmarkt? (reactie op T.M.C. Arons, Van financiële massaproducten en (massa)vernietigingssancties, Ondernemingsrecht 2015/104), Ondernemingsrecht 2016/30 met naschrift van T.M.C. Arons

Geerts & Vollebregt 2009

P.G.F.A. Geerts en E.R. Vollebregt, Oneerlijke handelspraktijken, misleidende reclame en vergelijkende reclame, Deventer: Kluwer 2009

Gerner-Beuerle 2009

C. Gerner-Beuerle, Die Haftung von Emissionskonsortien, Eine rechtsvergleichende Untersuchung des deutschen und US-amerikanischen Rechts, Schriften zum Europäischen und Internationalen Privat-, Bank- und Wirtschaftsrecht, Band 27, Berlin: De Gruyter Recht 2009

Van Gerven 2002

W. van Gerven, Privaatrecht handhaaft mededingingsrecht: ‘Alice in Wonderland?’, in: D.C. Buijs e.a. (red.), Mok-aria, Opstellen aangeboden aan Prof. mr. M.R. Mok ter gelegenheid van zijn 70^e verjaardag, Deventer: Kluwer 2002

Van Gerven 2007

W. van Gerven, Private Enforcement of EC Competition Rules in the ECJ – Courage vs. Crehan and the Way Ahead, in: J. Basedow (ed.), Private Enforcement of EC Competition Law, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2007

Giesen 2001

I. Giesen, Bewijs en aansprakelijkheid. Een rechtsvergelijkend onderzoek naar de bewijslast, de bewijsvoeringslast, het bewijsrisico en de bewijsrisico-omkering in het aansprakelijkheidsrecht (diss. Tilburg), Tilburg: Schoordijk Instituut – Centrum voor aansprakelijkheidsrecht 2001 (niet-handelseditie)

Giesen & Maes 2014

I. Giesen en K. Maes, Omgaan met bewijsnood bij de vaststelling van het causaal verband in geval van verzuimde informatieplichten, NTBR 2014/27

Groene Serie Bijzondere Overeenkomsten

A.G. Castermans en C.G. Breedveld-de Voogd (red.), Groene Serie Bijzondere Overeenkomsten, Deventer: Wolters Kluwer (online en losbladig),

Groene Serie Burgerlijke Rechtsvordering

P. Vlas en T.F.E. Tjong Tjin Tai (red.), Groene Serie Burgerlijke Rechtsvordering, Deventer: Wolters Kluwer (online en losbladig)

Groene Serie Onrechtmatige Daad

C.J.J.M. Stolker (red.), Groene Serie Onrechtmatige Daad, Deventer: Wolters Kluwer (online en losbladig)

Groene Serie Toezicht Financiële Markten

D. Busch (red.), Groene Serie Toezicht Financiële Markten, Deventer: Wolters Kluwer (online en losbladig)

Groene Serie Verbintenissenrecht

E.H. Hondius, R.J.Q. Klomp en H.N. Schelhaas (red.), Groene Serie Verbintenissenrecht, Deventer: Wolters Kluwer (online en losbladig)

Grundmann-van de Krol 2002

C.M. Grundmann-van de Krol, Het effectenrecht tussen publiek- en privaatrecht (oratie Tilburg), Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2002

Grundmann-van de Krol 2012

C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door de Wet op het financieel toezicht (4^{de} druk, m.m.v. J.B.S. Hijink), Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2012

Hartkamp, Sieburgh & Keus 2014

A.S. Hartkamp, C.H. Sieburgh, L.A.D. Keus, J.S. Kortmann en M.H. Wissink (red.), *The influence of EU Law on National Private Law / De invloed van het Europese recht op het Nederlandse privaatrecht*, Serie Onderneming en Recht, Volume 81-I (General Part) en Deel II (Bijzonder deel), Deventer: Kluwer 2014

Van der Heijden/Van der Grinten 1992

E.J.J. van der Heijden/W.C.L. van der Grinten, *Handboek voor de naamloze en besloten vennootschap*, 12^{de} druk, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1992

Van der Heijden/Van der Grinten 2013

E.J.J. van der Heijden/W.C.L. van der Grinten, *Handboek voor de naamloze en besloten vennootschap*, 13^{de} druk, bewerkt door P.J. Dortmond e.a., Deventer: Kluwer 2013

Hesselink 2009

M.W. Hesselink, *Naar een scherper onderscheid tussen b2b en b2c ? Over consumenten-, handels- en algemeen overeenkomstenrecht na invoering van de voorgestelde EG-richtlijn consumentenrechten*, in: M.W. Hesselink, M.B.M. Loos (red.), *Het voorstel voor een Europese richtlijn consumentenrechten*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2009, p. 55-102

Hijink 2009

J.B.S. Hijink, *Voorstel van de Europese Commissie voor aanpassing van de Prospectusrichtlijn, Ondernemingsrecht 2009/149*

Hijink 2010

J.B.S. Hijink, *Publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen* (diss. Universiteit van Amsterdam), Serie vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 74, Deventer: Kluwer 2010

Hirdes & Lunsingh Scheurleer 2008

S.M.E. Hirdes en D.F. Lunsingh Scheurleer, *De misleide maatmens. Misleiding ex art. 6:194 BW, TOP 2008*, p. 250-253

Hoervers 2011

J.W. Hoervers, *Het due diligence onderzoek; onderzoeksplicht, disculpatie en procedure*, in: B. Bierens e.a. (red.), *Handboek beursgang*, Serie Onderneming en Recht, deel 68 (2011), p. 231-293

Hoff 2011

G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (diss. Nijmegen), Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 107, Deventer: Kluwer 2011

Holzauer 1994

R.W. Holzauer, *Ontoelaatbare reclame*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1994

Hopt & Voigt 2005

K.J. Hopt en H.-C. Voigt (red.), *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA* (Beiträge zum ausländischen und internationalen Privatrecht nr. 79, Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht), Tübingen: Mohr Siebeck 2005

Hopt & Voigt 2005a

K.J. Hopt en H.-C. Voigt, *Grundsatz- und Reformprobleme der Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung*, in: Hopt & Voigt 2005, hoofdstuk 1 (p. 7-160)

Horsten 2011

W.J. Horsten, *Informatievoorziening buiten het prospectus*, in: B. Bierens e.a. (red.), *Handboek Beursgang, Serie Onderneming en Recht*, deel 68, Deventer: Kluwer 2011, p. 399-424

Houben 2007

I.S.J. Houben, *Exclusiviteit*, in: I.S.J. Houben e.a. (red.), *Samenloop, BW-KJ-reeks nr. 23*, Deventer: Kluwer 2007, p. 25-42

Hudson 2008

A. Hudson, *Securities Law* (1st edition), London: Sweet & Maxwell 2008

Hugenholtz/Heemskerk 2009

W.H. Heemskerk, *Hoofdlijnen van Nederlands burgerlijk procesrecht*, 22^{ste} druk, Amsterdam: Elsevier Juridisch 2009

Huizink 2013

J.B. Huizink, *Maakt de Hoge Raad het vennootschapsrecht opnieuw nodeloos ingewikkeld?*, O&F 2013, p. 23-32

Huydecoper 2002

J.L.R.A. Huydecoper, *We hebben er wat mee te stellen*, Trema 2002, p. 209-214

C.H.M. Jansen 2009

C.H.M. Jansen, *Onrechtmatige daad: algemene bepalingen*, Monografieën BW B45, Deventer: Kluwer 2009

K.J.O. Jansen 2010

K.J.O. Jansen, *De eigen verantwoordelijkheid van de financiële consument*, WPNR 2010/6853

Jansen, Schreuder & Verhagen 2003

C.J.H. Jansen, E.R. Schreuder en H.L.E. Verhagen, *Prospectusaansprakelijkheid*, NIBE-SVV bankjuridische reeks nr. 48, Amsterdam: NIBE-SVV 2003

De Jong (E.A.) 2003

E.A. de Jong, *De derdenaansprakelijkheid van de accountant voor zijn goedkeurende verklaring*, Ondernemingsrecht 2003, p. 600-606

De Jong 2010

B.J. de Jong, Schade door misleiding op de effectenmarkt (diss. Nijmegen), Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 103, Deventer: Kluwer 2010

De Jong 2011

B.J. de Jong, Aansprakelijkheid, in: B. Bierens e.a. (red.), Handboek Beursgang, Serie Onderneming en Recht, deel 68, Deventer: Kluwer 2011, p. 523-592

De Jong 2012

B.J. de Jong, nootbij Rb. Utrecht 12 februari 2012, ECLI:NL:RBUTR:2012:BV3753 (Kortekaas c.s./Fortis c.s.), Ondernemingsrecht 2012/51

De Jong 2014

B.J. de Jong, Amerikaanse 'fraud-on-the-market'-theorie nog steeds geldig in class actions, Ondernemingsrecht 2014/109

De Jong 2016

B.J. de Jong, Schade door misleiding op de effectenmarkt *revisited*, Ondernemingsrecht 2016/25

Kalkman 2016

M.W.A. Kalkman, reactie op M.W. Wallinga en O.O. Cherednychenko, Nationale Nederlanden/Van Leeuwen: was de uitspraak het wachten waard? (NTBR 2016/3), NTBR 2016/27 met naschrift van Wallinga en Cherednychenko in NTBR 2016/28

Kanner 2004

B. Kanner, The Superbowl of Advertising: How the Commercials Won the Game, Bloomberg Press (2004)

Keirse & Jongeneel 2013

A.L.M. Keirse en R.H.C. Jongeneel, Eigen schuld en mede-aansprakelijkheid, Monografieën Privaatrecht nr. 16 (3^{de} druk), Deventer: Kluwer 2013

Klaassen 1999

C.J.M. Klaassen, Vertegenwoordiging en aansprakelijkheid; toerekening van kennis, in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), Vertegenwoordiging en tussenpersoon, Serie Onderneming en Recht, deel 17, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1999, p. 89-98

Klaassen 2007

C.J.M. Klaassen, Schadevergoeding: algemeen, deel 2, Monografieën BW B35, Deventer: Kluwer 2007

Klaassen 2013

C.J.M. Klaassen, Bewijs van causaal verband tussen beweerdelijk geleden beleggingsschade en schending van een informatie- of waarschuwingplicht, in: D. Busch, C.J.M. Klaassen en T.M.C. Arons (red.), Aansprakelijkheid in de financi-

ele sector, Serie Onderneming en Recht, deel 78, Deventer: Kluwer 2013, p. 127-174

Kleijn 2007

W.M. Kleijn, Reflexwerking van beperkende bepalingen op een actie met onrechtmatige daad, FTV 2007, p. 4-7

Kleyn 1999

J.D. Kleyn, De stappen naar een beursnotering, Dossier 'Naar de beurs' (nr. 38), 's Gravenhage: Elsevier Bedrijfsinformatie 1999, p. 17-21

Kristen 2004

F.G.H. Kristen, Misbruik van voorwetenschap naar Europees recht (diss. Tilburg), Nijmegen: Wolf Legal Publishers 2004

Kroeze 2004

M.J. Kroeze, Afgeleide schade en afgeleide actie (diss. Utrecht), Deventer: Kluwer 2004

Kroeze 2004a

M.J. Kroeze, Collectieve acties en gelijksoortige belangen, Ondernemingsrecht 2004/190

Kroeze 2006

M.J. Kroeze, Bange bestuurders (oratie), Ondernemingsrecht 2006/1, p. 4 e.v.

Krol 1999

A.N. Krol, Internationalisering van de effectenhandel. Internationale spelregels voor beursintroductions, Dossier 'Naar de beurs' (nr. 38), 's Gravenhage: Elsevier Bedrijfsinformatie 1999, p. 57-62

Lankhorst 1992

G.H. Lankhorst, De relativiteit van de onrechtmatige daad (diss. Leiden), Deventer: Kluwer 1992

Leijten 1995

A.F.J.A. Leijten, Prospectusaansprakelijkheid (bespreking van preadvies nr. 2 van de Vereniging voor Effectenrecht), NV 1995, p. 214-223

Leijten 1995a

A.F.J.A. Leijten, Misleiding in een 'private placement memorandum', V&O 1995, p. 115-117

Lemstra 2011

D.J.R. Lemstra, Prospectusplicht (I): primaire markt, in: B. Bierens e.a. (red.), Handboek Beursgang, Serie Onderneming en Recht, deel 68, Deventer: Kluwer 2011, p. 131-164

Lennarts & De Valk 2012

M.L. Lennarts en S.N. de Valk, Aansprakelijkheidsclaims van beleggers tegen leidinggevendens van beursvennootschappen wegens overtreding van de Wft: een nieuwe trend?, *Ars Aequi* 2012, p. 730-734

Lieverse 2006

C.W.M. Lieverse, *Alternext* Amsterdam, TvOB 2006, p. 139-145

Lieverse 2009

C.W.M. Lieverse, Oneerlijke handelspraktijken, *FR* 2009, p. 242-245

Lieverse 2010

C.W.M. Lieverse, Oneerlijke handelspraktijken en handhaving van consumentenbescherming in de financiële sector: taken en bevoegdheden van de AFM, preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2010, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 106, Deventer: Kluwer 2010

Lieverse 2010a

C.W.M. Lieverse, Het arrest van de Hoge Raad over misleiding van beleggers bij de beursgang van World Online, *TOP* 2010, p. 35-41

Lieverse 2011

C.W.M. Lieverse, Verkrijging van aandelen bij een beursgang door retailbeleggers, in: B. Bierens e.a. (red.), *Handboek Beursgang, Serie Onderneming en Recht*, deel 68, Deventer: Kluwer 2011, p. 475-505

Lieverse & Sinninghe Damsté 2013

C.W.M. Lieverse en M.H.C. Sinninghe Damsté, Aansprakelijkheid van bestuurders voor schending van de financiëletoezichtswetgeving, in: D. Busch, C.J.M. Klaassen en T.M.C. Arons (red.), *Aansprakelijkheid in de financiële sector, Serie Onderneming en Recht*, deel 78, Deventer: Kluwer 2013, p. 663-710

Lindenbergh 2006

S.D. Lindenbergh, Alles is betrekkelijk, Over de relatie tussen normschending en sanctie in het aansprakelijkheidsrecht (oratie Rotterdam), *Erasmus Universiteit Rotterdam, Rotterdam Institute of Private Law*, 2006

Lindenbergh 2008

S.D. Lindenbergh, *Schadevergoeding: algemeen, deel 1, Monografieën BW B-34*, Deventer: Kluwer 2008

Loos 2005

M.B.M. Loos, Het begrip 'consument' in het Europese en Nederlandse privaatrecht, *WPNR* 2005/6638, p. 771-772

Loss & Seligman 2004

L. Loss en J. Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation (5th edition)*, New York: Aspen Publishers 2004

Maatman 2004

R.H. Maatman, Het pensioenfonds als vermogensbeheerder (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2004

Maatman & Van Walsum 2011

R.H. Maatman en E.A. van Walsum, Rol van de toezichthouder bij een beursgang, in: B. Bierens e.a. (red.), Handboek Beursgang, Serie Onderneming en Recht, deel 68, Deventer: Kluwer 2011, p. 199-229

Maris & Boele 1994

A.G. Maris en S.A. Boele, Prospectusaansprakelijkheid, TVVS 1994, p. 141-146

Meerburg 2004

D.C. Meerburg, De juridisch adviseur en bescherming van derden-beleggers, preadvies Nederlandse Juristen-Vereeniging 2004, Deventer: Kluwer 2004

Memelink 2008

P. Memelink, De maatman en de verkeersopvatting, : A.G. Castermans e.a. (red.), De maatman in het burgerlijk recht, BWKJ-reeks nr. 24, Deventer: Kluwer 2008, p. 31-51

Merritt 1988

A.L. Merritt, A consistent model of loss causation in securities fraud litigation: suiting the remedy to the wrong, 66 Texas Law Review 469 (February 1988)

Moloney 2008

N. Moloney, EC Securities Regulation (2nd edition), Oxford University Press 2008

Muller 1997

M.H. Muller, Doorlopende publikatieverplichtingen van beursvennootschappen; aansprakelijkheid voor onjuiste tussentijdse mededelingen, De Naamlooze Vennootschap 1997, p. 240-244

Nass 2008

E.C.A. Nass, Buitencontractuele aansprakelijkheid van de openbaar accountant als jaarrekeningcontroleur, Ondernemingsrecht 2008/53

Nederveen 1997

A. Nederveen, De rol van underwriters bij de distributie van effecten, in: Lustrumbundel 1997 Vereniging voor Effectenrecht, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 58, Deventer: Kluwer 1997, p. 89-106

Nelemans 2007

M. Nelemans, Het verbod van marktmanipulatie (diss. Tilburg), Deventer: Kluwer 2007

Oostwouder 2003

W.J. Oostwouder, *Unforgiven? Over nietigheid en vernietigbaarheid in het bedrijfsfinancieel recht (oratie Utrecht)*, Utrecht: Molengraaff Instituut 2003

Parlementaire Geschiedenis Boek 3 BW

C.J. van Zeben en J.W. du Pon (red.), *Parlementaire Geschiedenis van het Nieuwe Burgerlijk Wetboek, Boek 3, Vermogensrecht in het algemeen*, Deventer: Kluwer 1981

Parlementaire Geschiedenis Boek 6 BW

C.J. van Zeben en J.W. du Pon (red.), *Parlementaire Geschiedenis van het Nieuwe Burgerlijk Wetboek, Boek 6, Algemeen gedeelte van het verbintenissenrecht*, Deventer: Kluwer 1981

Pavillon 2011

C.M.D.S. Pavillon, *Open normen in het Europees consumentenrecht (diss. Groningen)*, Deventer: Kluwer 2011

Van der Pauw & Stevens 1999

A.E. van der Pauw en T.M. Stevens, *Bookbuilding op de Nederlandse markt, Ondernemingsrecht 1999*, p. 73-78

Perrick & De Serière 1991

S. Perrick en V.P.G. de Serière, *Effecten (algemeen deel), Serie Bank- en Effectenrecht (thans: Serie Financieel recht), deel 12*, Deventer: Kluwer 1991

Pijls 2008

A.C.W. Pijls, *Misleiding van het beleggende publiek, een oneerlijke handelspraktijk !*, *Ondernemingsrecht 2008/97*

Pijls 2008a

A.C.W. Pijls, *noot bij Hof Amsterdam 7 oktober 2008*, LJN: BM3005 (Via Net), *Ondernemingsrecht 2008/187*

Pijls 2009

A.C.W. Pijls, *noot bij Rb. Amsterdam 20 oktober 2009*, LJN: BK0741 (X/Staat der Nederlanden (inz. Fortis)), *Ondernemingsrecht 2009/175*

Pijls 2009a

A.C.W. Pijls, *Het causaliteitsvereiste bij prospectusaansprakelijkheid*, *Ondernemingsrecht 2009/41*

Pijls 2009b

A.C.W. Pijls, *Misleidende berichtgeving op de beurs – Enkele aspecten van causaal verband en schade*, *TvOB 2009*, p. 131-142

Pijls 2016

A.C.W. Pijls, *noot bij Rb. Amsterdam 28 oktober 2015*, ECLI:NL:RBAMS:2014:7689 en 2015:7495 (Landis), *Ondernemingsrecht 2016/19*

Pijls & Van Boom 2010

A.C.W. Pijls en W.H. van Boom, Handhaving prospectusaansprakelijkheid niet illusoir: vermoeden van causaal verband bij prospectusaansprakelijkheid, WPNR 2010/6834

Van Praag 2013

E.J. van Praag, Toezichhoudersaansprakelijkheid voor onvoldoende toezicht en onrechtmatige besluiten, in: D. Busch, C.J.M. Klaassen en T.M.C. Arons (red.), Aansprakelijkheid in de financiële sector, Serie Onderneming en Recht, deel 78, Deventer: Kluwer 2013, p. 871-930

Raaijmakers 1995

M.J.G.C. Raaijmakers, ABN AMRO/'Vereniging Coopag', *Ars Aequi* 1995, p.219-226

Raaijmakers 2002

G.T.M.J. Raaijmakers, Garanties bij overnames (diss. Tilburg), Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2002

Raaijmakers 2010

M.J.G.C. Raaijmakers, World Online: aansprakelijkheid 'issuer' en syndicaats-leider(s) voor misleidende informatie bij eerste uitgifte van aandelen, *Ars Aequi* 2010, p. 336-343

Raaijmakers 2014

K. Raaijmakers, Causaliteit bij aansprakelijkheid van uitgevende instellingen voor misleidende informatie: toepassing van de 'fraud on the market theory', *TvOB* 2008, p. 66-73

Raas 2008

R.P. Raas, Marktmanipulatie, in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann en M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek Marktmisbruik*, Serie Onderneming en Recht, deel 34 (2^{de} druk), Deventer: Kluwer 2008, hoofdstuk 4, p. 141-173

Raas 2009

R.P. Raas, Beleggingsondernemingen, ken uw cliënt!, in: D. Busch en C.M. Grundmann-van de Krol (red.), *Handboek Beleggingsondernemingen*, Serie Onderneming en Recht, deel 51, Deventer: Kluwer 2009, p. 651-677

Rinkes 2006

J.G.J. Rinkes, Europees consumentenrecht, in: E.H. Hondius en G.J. Rijken (red.), *Handboek Consumentenrecht*, 2^{de} druk, Zutphen: Uitgeverij Paris 2006, p. 31-59

Rinkes 2009

J.G.J. Rinkes, De consument als zwakke partij, *AA* 2009, p. 380-387

Rinkes 2010

J.G.J. Rinkes, Oneerlijke handelspraktijken en handhaving van consumentenbescherming in de financiële sector: een consumentenrechtelijk perspectief, preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2010, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 106, Deventer: Kluwer 2010

De Rooy 2002

R.E. de Rooy, Accountant en prospectusaansprakelijkheid, in: Lustrumbundel 2002 Vereniging voor Effectenrecht, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 71, Deventer: Kluwer 2002, p. 329-342

De Rooy 2003

R.E. de Rooy, Emissies op de Nederlandse markt, 3^{de} druk, Deventer: Kluwer 2003

Sahtie 2012

S. Sahtie, Wettelijke aansprakelijkheidsbeperking DNB en AFM – Hoe hoog komt de lat te liggen?, MvV 2012, p. 271-278

Schaafsma 1986

J.R. Schaafsma, Bescherming van beleggers ter beurse, Preadvies van de Vereniging Handelsrecht, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1986

Schaub 2011

M.Y. Schaub, De invloed van de Wet OHP op dwaling, NTBR 2011/78

Scheltema & Scheltema 2009

A.H. Scheltema en M. Scheltema, Financieel toezicht in bestuursrecht en privaatrecht, preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2009, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 101, Deventer: Kluwer 2009

Schneider & Hakvoort 2011

P.J. Schneider en A.M.F. Hakvoort, De herziening van de Prospectusrichtlijn, V&O 2011, p. 1-5

Schoordijk 1996

H.C.F. Schoordijk, Redelijkheid en billijkheid aan de vooravond van een nieuw millennium (oratie Amsterdam), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1996

Schoordijk 1997

H.C.F. Schoordijk, Prospectusaansprakelijkheid, een garantieverplichting? in: S.C.J.J. Kortmann (red.), Onderneming en 5 jaar Nieuw Burgerlijk recht, Serie Onderneming en Recht, deel 7, Deventer: Kluwer 1997, p. 329-346

Schreuder 2010

E.R. Schreuder, Aanbiedingen van effecten – secundaire markt, in: D. Busch e.a. (red.), Onderneming en financieel toezicht, Serie Onderneming en Recht, deel 57 (2^{de} druk), Deventer: Kluwer 2010, p. 559-591

Schut 1963

G.H.A. Schut, *Rechtelijke verantwoordelijkheid en wettelijke aansprakelijkheid* (diss. Amsterdam), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1963

Schut 1969

G.H.A. Schut, *Schuld en risico*, WPNR 1969/5045, p. 269-273, opgenomen in "De Iure", verzamelde geschriften van Mr. G.H.A. Schut, p. 45-54, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1983

Schut 1987

G.H.A. Schut, *Rechtshandeling, overeenkomst en verbintenis* (3^{de} herziene druk), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1987

Van Setten 1998

L.D. van Setten, *De commissionair in effecten* (diss. Utrecht), Deventer: Kluwer 1998

Van Setten 2003

L.D. van Setten, *Implementation of the Settlement Finality Directive in The Netherlands*, in: M. Vereecken en A. Nijenhuis (red.), *Settlement Finality in the European Union – The EU directive and its implementation in selected jurisdictions*, Serie Law of Business and Finance, deel 3, Deventer: Kluwer 2003, p. 249-298

Sieburgh 2000

C.H. Sieburgh, *Toerekening van een onrechtmatige daad* (diss. Groningen), Deventer: Kluwer 2000

Sieburgh 2001

C.H. Sieburgh, *Wat beweegt de buitencontractuele aansprakelijkheid omstreeks 2000 ?*, WPNR 2001/6450, p. 580-594

Sieburgh 2007

C.H. Sieburgh, *Het Europese gemeenschapsrecht en het Nederlandse buiten-contractuele aansprakelijkheidsrecht*, in: A.S. Hartkamp, C.H. Sieburgh en L.A.D. Keus (red.), *De invloed van het Europese recht op het Nederlandse privaatrecht*, Serie Onderneming en Recht, deel 42-I, Deventer: Kluwer 2007, p. 465-540

Sinninghe Damsté 2010

M.H.C. Sinninghe Damsté, *Dwaling als alternatief bij prospectusaansprakelijkheid*, Onderneming & Financiering 2010, p. 72-85

Slagter 1986

W.J. Slagter, noot bij HR 20 december 1985, NJ 1986, 231 (Polynesian Hotel), TVVS 1986, p. 127-128

Slagter 1993

W.J. Slagter, noot bij Hof Amsterdam 27 mei 1993, NJ 1993, 682 (Coop), TVVS 1993, 123.

Van Solinge 2000

G. van Solinge, Doorbraak van prospectusaansprakelijkheid, in: A-T-D, Opstellen aangeboden aan prof. mr. P. Van Schilfgaarde, Deventer: Kluwer 2000, p. 417-428

Spier e.a. 2015

J. Spier, T. Hartlief, A.L.M. Keirse, S.D. Lindenberg en R.D. Vriesendorp, Verbintenissen uit de wet en Schadevergoeding, 7^{de} druk, Deventer: Wolters Kluwer 2015

Stapel & Thuijs 2014

M.A.C. Stapel en T. Thuijs, Collectief schadeverhaal in Nederland: we zijn er bijna, maar nog niet helemaal, V&O 2014, p. 186-190

Steele & Sher 2011

A. Steele en B. Sher, Investment Banking Fees Under Attack, Bloomberg UK Financial Services Law Journal, Vol. 3, No. 2 (February 2011), p. 53-55

Stevens 2011

T.M. Stevens, Prospectusplicht (II): inhoudelijke vereisten, in: B. Bierens e.a. (red.), Handboek Beursgang, Serie Onderneming en Recht, deel 68, Deventer: Kluwer 2011, p. 165-198

Strik 2010

D.A.M.W.H. Strik, Grondslagen bestuurdersaansprakelijkheid, een maatpak voor de Board Room (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2010

Tekst & Commentaar Burgerlijke Rechtsvordering

A.I.M. van Mierlo en C.J.J.C. van Nispen (red.), Tekst & Commentaar Burgerlijke Rechtsvordering, Deventer: Wolters Kluwer (online en losbladig)

Tekst & Commentaar Burgerlijk Wetboek

J.H. Nieuwenhuis, C.J.J.M. Stolker en W.L. Valk (red.), Tekst & Commentaar Burgerlijk Wetboek, Deventer: Wolters Kluwer (online en losbladig)

Thoe Schwartzenberg 2011

H.W.B. Thoe Schwartzenberg, Civiel bewijsrecht voor de rechtspraktijk (3^{de} druk), Apeldoorn-Antwerpen: Maklu 2011

Timmerman 1996

L. Timmerman, De aansprakelijkheid van de syndicaatsleider voor een misleidend prospectus, in: Ontwikkelingen in het effectenverkeersrecht, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 50, Deventer: Kluwer 1996, p. 65-85

Timmerman 1996a

L. Timmerman, Het Endemol-prospectus, TVVS 1996, p. 341 (actualiteit)

Timmerman 1998

L. Timmerman, noot bij HR 8 mei 1998, RvdW 1998, 105C (Boterenbrood c.s./ MeesPierson), TVVS 1998, p. 207-208

Timmerman 2011

L. Timmerman, Vertrouwen op anderen. Enkele algemene en vennootschapsrechtelijke opmerkingen, Ondernemingsrecht 2011/52

Timmerman 2013a

L. Timmerman, Enkele kanttekeningen bij de civielrechtelijke buitencontractuele prospectusaansprakelijkheid, in: D. Busch, C.J.M. Klaassen en T.M.C. Arons (red.), Aansprakelijkheid in de financiële sector, Serie Onderneming en Recht, deel 78, Deventer: Kluwer 2013, p. 647-661

Timmerman 2013b

L. Timmerman, De aansprakelijkheid van een bestuurder voor een misleidend prospectus, in: D. Busch en M.P. Nieuwe Weme (red.), Christels Koers, Liber Amicorum Prof. mr. drs. C.M. Grundmann-van de Krol, Serie Onderneming en Recht, deel 79, Deventer: Kluwer 2013, p. 701-708

Timmerman 2016

L. Timmerman, Beginselen van bestuurdersaansprakelijkheid, WPNR 2016/7105, p. 324-330

Tison 2010

M. Tison, De civielrechtelijke dimensie van MiFID in rechtsvergelijkend perspectief, Ondernemingsrecht 2010/61

Tjittes 1994

R.P.J.L. Tjittes, De hoedanigheid van contractspartijen (diss. Groningen), Deventer: Kluwer 1994

Valk 2010

W.L. Valk, Stellen en bewijzen in gevallen van dwaling en non-conformiteit (I) en (II), WPNR 2010/6867 en 6868

De Valk 2009

S.N. de Valk, Aansprakelijkheid van leidinggevenden (diss. Groningen), Deventer: Kluwer 2009

Van der Velden 1997

J.W.P.M. van der Velden, Contractuele prospectusaansprakelijkheid, NV 1997, p. 145-149

Van der Velden 2003

J.W.P.M. van der Velden, Gronden van prospectusaansprakelijkheid, in: C.J.M. Klaassen e.a. (red.), Aansprakelijkheid in beroep, bedrijf of ambt, Serie Onderneming en Recht, deel 25, Deventer: Kluwer 2003, p. 673-697

Vereecken 2003

M. Vereecken, Directive 98/26/EC on the European Union payment systems and securities settlement systems, in: M. Vereecken en A. Nijenhuis (red.), Settlement Finality in the European Union – The EU directive and its implementation in selected jurisdictions, Serie Law of Business and Finance, deel 3, Deventer: Kluwer 2003, p. 13-75

Verkade 1992

D.W.F. Verkade, Misleidende reclame, Monografieën Nieuw BW B49 (1^{ste} druk), Deventer: Kluwer 1992

Verkade 2009

D.W.F. Verkade, Oneerlijke handelspraktijken jegens consumenten, Monografieën BW B49a (1^{ste} druk), Deventer: Kluwer 2009

Verkade 2011

D.W.F. Verkade, Misleidende (B2B) reclame en vergelijkende reclame, Monografieën BW B49b (2^{de} druk), Deventer: Kluwer 2011

Verkade 2011a

D.W.F. Verkade, Misleidende en vergelijkende reclame, en oneerlijke handelspraktijken, in: A.S. Hartkamp, C.H. Sieburgh en L.A.D. Keus (red.), De invloed van het Europese recht op het Nederlandse privaatrecht, Serie Onderneming en Recht, deel 42-II, Deventer: Kluwer 2007, p. 3-19

Verkade 2016

D.W.F. Verkade, Oneerlijke handelspraktijken jegens consumenten, Monografieën BW B49a (2^{de} druk), Deventer: Kluwer 2016

Van de Vijver 2010

N.R. van de Vijver, Aanbiedingen van effecten – primaire markt, in: D. Busch e.a. (red.), Onderneming en financieel toezicht, Serie Onderneming en Recht, deel 57 (2^{de} druk), Deventer: Kluwer 2010, p. 541-558

Vletter-van Dort 2003

H.M. Vletter-van Dort, noot bij Rb. Amsterdam 7 mei 2003, LJN: AH8763 (Stichting Lipstick Effect/ABN AMRO), Ondernemingsrecht 2003/41

Vletter-van Dort 2004

H.M. Vletter-van Dort, Kroniek van het effectenrecht, Jurisprudentieoverzicht oktober 2003-oktober 2004, O&F 2004, p. 50-61

Vletter-van Dort 2010

H.M. Vletter-van Dort, noot bij HR 27 november 2009, LJN: BH 2162 (World Online), Ondernemingsrecht 2010/21

Vletter-van Dort & Pijls 2008

H.M. Vletter-van Dort en A.C.W. Pijls, noot bij HR 30 mei 2008, LJN: BD2820 (De Boer c.s./TMF), Ondernemingsrecht 2008/104

De Vrey 2006

R.W. de Vrey, Towards a European Unfair Competition Law – A Clash between Legal Families (diss. Utrecht), Leiden/Boston: Martinus Nijhoff Publishers 2006

De Waele & Kieft 2010

H. de Waele en I. Kieft, De doorwerking van richtlijnen en algemene beginselen van EU-recht – De stand van zaken na het arrest Küçükdeveci, NtEr 2010, p. 170-178

Wallinga 2014

M.W. Wallinga, Financiële dienstverlening, publiekrechtelijke gedragsregels en privaatrechtelijke normstelling: lessen uit Duitsland en Europa, NTBR 2014/35

Wallinga 2015

M.W. Wallinga, De invloed van Europese soft law op privaatrechtelijke normstelling op het gebied van financiële dienstverlening, NTBR 2015/40

Wallinga & Cherednychenko 2016

M.W. Wallinga en O.O. Cherednychenko, Nationale Nederlanden/Van Leeuwen: was de uitspraak het wachten waard?, NTBR 2016/3 met reactie van W.M.A. Kalkman in NTBR 2016/27 en naschrift van Wallinga en Cherednychenko in NTBR 2016/28

Wefers Bettink 2011

H.W. Wefers Bettink, De gerichtheid van een website bij inbreuk op IE-rechten en ongeoorloofde reclame: rechterlijke bevoegdheid na Pammer en Alpenhof, IER 2011/24

Wessels 1995

B. Wessels, Kanttekeningen bij prospectusaansprakelijkheid, Nieuwsbrief BW 1995, p. 130-132.

Van 't Westeinde 2009

M.G. van 't Westeinde, De kredietcrisis: gevolgen voor de credit rating agencies binnen de EU, FR 2009, p. 60-68

Van der Wiel 2002

B.T.M. van der Wiel, De bewijsovereenkomst, WPNR 2002/6480, p. 221-229

Winter 1996

J.W. Winter, Ontwikkelingen in het effectenverkeersrecht (verslag van het gelijknamige congres van het Van der Heijden Instituut op 10 en 11 november 1995 in Nijmegen), NV 1996, p. 29-37

Wissink 2001

M.H. Wissink, Richtlijnconforme interpretatie van burgerlijk recht (diss. Leiden), reeks E.M. Meijers Instituut MI-31, Deventer: Kluwer 2001

Jurisprudentieregister

Hof van Justitie van de Europese Unie

- HvJ EG 12 juli 1990, C-188/89 (Foster/British Gas plc)
- HvJ EG 26 november 1996, C-313/94, NJ 1997, 621 (Graffione)
- HvJ EG 16 juli 1998, C-210/96, NJ 2000, 374, m.nt. D.W.F. Verkade bij NJ 2000, 375 (Gut Springenheide)
- HvJ EG 9 maart 1999, C-212/97, NJ 2000, 48 m.nt. P. Vlas (Centros)
- HvJ EG 13 januari 2000, C-220/98 (Estée Lauder)
- HvJ EG 20 september 2001, C-453/99, NJ 2002, 43 (Courage/Crehan)
- HvJ EG 17 september 2002, C-253/00, NJ 2003, 702 m.nt. M.R. Mok (Muñoz/Frumar)
- HvJ EG 20 januari 2005, C-464/01, NJ 2006, 278 m.nt. P. Vlas (Gruber/Bay Wa AG)
- HvJ EG 13 juli 2006, C-295/04-C-298/04, NJ 2007, 34 m.nt. M.R. Mok (Manfredi/Lloyd Adriatico)
- HvJ EG 19 september 2006, C-356/04, NJ 2007, 18 m.nt. M.R. Mok (Lidl Belgium)
- HvJ EG 26 oktober 2006, C-168/05, NJ 2007, 201 m.nt. M.R. Mok (Mostaza Claro/Móvil)
- HvJ EG 5 juli 2007, C-430/05, JOR 2007/210 (Ntinionik en Pikoulas)
- HvJ EG 23 april 2009, C-261/07 en C-299/07, NJ 2009, 373 m.nt. M.R. Mok (VTB/Total Belgium en Galatea/Sanoma Belgium)
- HvJ EG 19 januari 2010, C-555/07, NJ 2010, 256 m.nt. M.R. Mok (Küçükdeveci/Swedex)
- HvJ EG 7 december 2010, C-585/08 en C-144/09, NJ 2011, 164 m.nt. M.V. Polak (Pammer/Reederei Karl Schlüter en Hotel Alpenhof/Heller)
- HvJ EG 12 juli 2011, C-324/09 (L'Oréal/eBay)
- HvJ EG 24 januari 2012, C-282/10, AB 2012/48 m.nt. R.J.G.M. Widdershoven (Dominguez/Centre Ouest Atlantique)
- HvJ EU 30 mei 2013, C-604/11, JOR 2013/274 m.nt. D. Busch (Genil 48 SL e.a./Bankinter SA e.a.)
- HvJ EU 19 december 2013, C-174/12, NJ 2014, 184 m.nt. M.R. Mok (Hirrmann/Immofinanz)

HvJ EU 4 juni 2015, C-497/13, NJ 2016, 148 (Faber/Hazet)
 HvJ EU 19 april 2016, C-441/14, AB 2016, 359 m.nt. M.J.M. Verhoeven (Dansk Industri/Rasmussen)

Jurisprudentie Verenigde Staten

US Supreme Court 13 juni 2011, 564 US 135 (2011) (Janus Capital vs. First Derivative Traders)

Jurisprudentie Nederland

Afdeling bestuursrechtspraak Raad van State

ABRS 25 februari 2013, nr. 201301173/1, LJN BZ2265 (onteigening SNS)

Hoge Raad

HR 6 april 1883, W 4901 (nalatigheid notaris)
 HR 24 november 1905, W 8304 (Rijwielfabriek Necec)
 HR 31 januari 1919, NJ 1919, p. 161; W 10365 m.nt. Molengraaff; (Lindenbaum/Cohen)
 HR 3 februari 1927, NJ 1927, p. 636 m.nt. E.M. Meijers (Anton Jurgens Vereenigde Fabrieken)
 HR 25 november 1927, NJ 1928, 364 m.nt. P. Scholten (Kretzschmar/Mendes de Leon)
 HR 11 december 1931, NJ 1932, p. 157 m.nt. P. Scholten (Aeilkema/Veenkoloniale Bank)
 HR 15 november 1957, NJ 1958, 67 m.nt. L.E.H. Rutten (Baris/Riezenkamp)
 HR 17 januari 1958, NJ 1961, 568 (tandartsen I)
 HR 11 maart 1977, NJ 1977, 521 m.nt. G.J. Scholten (Kribbenbijter)
 HR 6 april 1979, NJ 1980, 34 m.nt. C.J.H. Brunner (Kleuterschool Babbel)
 HR 13 maart 1981, NJ 1981, 635 m.nt. C.J.H. Brunner (Haviltex)
 HR 29 maart 1985, NJ 1985, 591 m.nt. L. Wichers Hoeth (Pokon/Substral)
 HR 29 maart 1985, NJ 1985, 592 m.nt. L. Wichers Hoeth (Konsumenten Kontakt/Elektrogramma)
 HR 20 december 1985, NJ 1986, 231 (Polynesian Hotel)
 HR 21 december 1990, NJ 1991, 251 (Van Geest/Nederlof)
 HR 10 januari 1992, NJ 1992, 606 m.nt. M.M. Mendel (Gemeente Maastricht/Taxi Centrale)
 HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade (Coop)
 HR 22 december 1995, NJ 1996, 300 (Hoog Catharijne)
 HR 10 januari 1997, NJ 1997, 360 m.nt. J.M.M. Maeijer (Staleman/Van de Ven)
 HR 7 november 1997, NJ 1998, 268 m.nt. J.M.M. Maeijer; JOR 1998/9 m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol (Philips/VEB)
 HR 9 januari 1998, NJ 1998, 272 (Brok/Huberts (rashondje))
 HR 10 april 1998, NJ 1998, 666 m.nt. W.M. Kleijn (Offringa/Vinck)
 HR 8 mei 1998, NJ 1998, 888 m.nt. J.M.M. Maeijer en D.W.F. Verkade; JOR 1998/110 m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol en C.J. Groffen (Boterenbrood c.s./MeesPierson)
 HR 4 februari 2000, NJ 2000, 562 m.nt. J.B.M. Vranken (Mol c.s./Meijer Beheer)
 HR 5 januari 2001, NJ 2001, 79 (Multi Vastgoed/Nethou)

HR 23 maart 2001, NJ 2003, 715 m.nt. F.M.J. Verstijnen; JOR 2001/116 m.nt. Th.A.L. Kliebisch onder JOR 2001/120 (DAF)

HR 29 juni 2001, NJ 2001, 476 m.nt. P.A. Stein (Industriemontanza/Banfic)

HR 18 januari 2002, NJ 2002, 106 (Ruinemans/Heijmeijer)

HR 29 maart 2002, NJ 2002, 270 (beroepsaansprakelijkheid advocaat)

HR 29 november 2002, NJ 2004, 304 (TFS/NS)

HR 29 november 2002, NJ 2004, 305 m.nt. W.D.H. Asser (Kastelijn/Gemeente Achtkarspelen)

HR 7 mei 2004, NJ 2006, 281 m.nt. J. Hijma (Duwbak Linda)

HR 1 oktober 2004, NJ 2005, 499 m.nt. C.E. du Perron (Middelburgse taxicentrale)

HR 13 oktober 2006, NJ 2008, 527 m.nt. C.C. van Dam bij NJ 2008, 529; JOR 2006/295 m.nt. D. Busch (De Nederlandsche Bank/Stichting Vie d' Or)

HR 13 oktober 2006, NJ 2008, 528 m.nt. C.C. van Dam bij NJ 2008, 529; JOR 2006/296 m.nt. H. Beckman (Deloitte & Touche c.s./Stichting Vie d' Or)

HR 8 december 2006, NJ 2006, 659; JOR 2007/38 (Ontvanger/Roelofsen)

HR 2 februari 2007, NJ 2008, 104 m.nt. C.E. du Perron (NBA Management/Stichting Meerhuysen)

HR 30 mei 2008, NJ 2010, 622 m.nt. J.B.M. Vranken; JOR 2008/209 m.nt. B.J. de Jong (De Boer c.s./TMF Financial Services)

HR 5 juni 2009, NJ 2012, 182 m.nt. J.B.M. Vranken bij NJ 2012, 184; JOR 2009/199 m.nt. C.W.M. Lieveerse (De Treek/Dexia)

HR 5 juni 2009, NJ 2012, 183 m.nt. J.B.M. Vranken bij NJ 2012, 184; (Levob/Bolle)

HR 5 juni 2009, NJ 2012, 184 m.nt. J.B.M. Vranken; JOR 2009/200 m.nt. C.W.M. Lieveerse (Stichting Gedupeerden Spaarconstructie/Aegon)

HR 27 november 2009, NJ 2014, 201 m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43 m.nt. K. Frielink (World Online)

HR 17 december 2010, NJ 2011, 8; JOR 2011/53 m.nt. J.B.S. Hijink (Van Nieuwburg c.s./TMF Nederland)

HR 8 juli 2011, JOR 2011/263 (Via Net)

HR 23 november 2012, NJ 2013, 302 m.nt. P. van Schilfgaarde; JOR 2013/40 m.nt. W.J.M. van Andel en K. Rutten (Spaanse Villa)

HR 5 september 2014, NJ 2015, 21 m.nt. P. van Schilfgaarde; JOR 2014/296 m.nt. M.J. Kroeze (Tulip Air)

HR 18 september 2015, NJ 2016, 66 m.nt. P. van Schilfgaarde; JOR 2015/289 m.nt. S.C.J.J. Kortmann (Breeweg/Wijnkamp c.s.)

HR 30 september 2016, NJ 2017, 47 m.nt. P. van Schilfgaarde (Stichting Fortis Effect e.a./Staat der Nederlanden)

HR 25 november 2016, NJ 2017, 114 m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai (FNV/Condor Constructions (Ossfloor))

Hof

Hof Arnhem, 3 februari 1904, W 8067 (Rijwielfabriek Neced, interlocutoir arrest)

Hof Arnhem, 7 december 1904, W 8171 (Rijwielfabriek Neced, eindarrest)

Hof Amsterdam 10 oktober 1924, W 11266 (Scheepvaart Maatschappij "Trajectum")

- Hof Den Bosch 28 september 1937, NJ 1938, 128 (NV Schoenfabriek Chrysanth)
Hof Amsterdam 24 juni 1953, NJ 1954, 573 (NV Nederlandse Agrarische Industrie)
Hof Amsterdam 27 mei 1993, NJ 1993, 682 (Coop)
Hof Den Bosch 15 mei 1996, JOR 1996/70 (Philips/VEB)
Hof Amsterdam 17 oktober 1996, n.g. (Boterenbrood c.s./MeesPierson)
Hof Amsterdam (OK) 20 mei 1999, JOR 2000/72 m.nt. J.M. Blanco Fernández (Versatel)
Hof Den Haag 16 maart 2004, JOR 2004/197 m.nt. T.M. Stevens (Consolidated Finance/Orco)
Hof Amsterdam 7 oktober 2004, JOR 2004/329 (Stichting Lipstick Effect e.a. / ABN AMRO)
Hof Amsterdam 3 mei 2007, JOR 2007/154 m.nt. M.W. den Boogert (World Online)
Hof Amsterdam 7 oktober 2008, JOR 2009/12 m.nt. G.T.J. Hoff (Via Net)
Hof Amsterdam (OK) 5 april 2012, LJN: BW0991 (VEB c.s./Ageas (Fortis))
Hof Leeuwarden 22 mei 2012, Computerrecht 2012/155 m.nt. A.R. Lodder (Stokke c.s./Marktplaats)
Hof Amsterdam 14 mei 2013, JOR 2013/212 m.nt. J.W.P.M. van der Velden (Stichting Hulp Gedupeerden/Wijs & Van Oostveen c.s.)
Hof Amsterdam 15 september 2015, JOR 2015/334 m.nt. J.M. Atema en P.F. Hopman (X/ING Bank (renteswap))
Hof Amsterdam 10 november 2015, JOR 2016/37 m.nt. B.T.M. van der Wiel en I.J.F. Wijnberg (X Vastgoed/ABN Amro Bank (renteswap))

Rechtbank

- Rb. Amsterdam 21 januari 1903, W 7979 (NV Kannenbier Maatschappij)
Rb. Amsterdam 30 oktober 1991, IER 1992, 23 (Coop) (tussenvonnis)
Rb. Amsterdam 12 juli 1995, n.g. (Boterenbrood c.s./MeesPierson)
Rb. Amsterdam 28 augustus 1996, JOR 1996/108 (Coop) (eindvonnis)
Rb. Amsterdam 7 mei 2003, JOR 2003/174 m.nt. K. Frielink (Stichting Lipstick Effect e.a./ABN AMRO)
Rb. Amsterdam 17 december 2003, JOR 2004/79 m.nt. M.W. den Boogert (World-Online)
Rb. Amsterdam 21 september 2005, JOR 2005/279 m.nt. R.P. Raas (Via Net)
Rb. Amsterdam 22 mei 2006, JOR 2006/178 m.nt. P.M. van der Zanden (Ahold)
Rb. Amsterdam 10 april 2008, JOR 2008/200 m.nt. D.R. Doorenbos (Versatel)
Rb. Groningen (Voorzieningenrechter) 24 april 2009, JOR 2009/195 m.nt. K. Frielink (Hanzevast/Fairstar)
Rb. Den Haag 20 oktober 2009, RF 2010/8 (X/Staat der Nederlanden (inz. Fortis))
Rb. Amsterdam 19 januari 2011, IEPT 20110119 (Stybenex/Rockwool)
Rb. Zwolle 27 juli 2011, JOR 2012/208 m.nt. J.B.S. Hijink (Hogeboom c.s./Cash & Property)
Rb. Utrecht 15 februari 2012, JOR 2012/243 m.nt. J.H.M. Willems (Kortekaas c.s./Fortis c.s.)
Rb. Den Haag 14 januari 2015, JOR 2015/74 m.nt. E.L.A. van Emden (Rabobank Den Haag/A Holding c.s.)
Rb. Amsterdam 28 oktober 2015, JOR 2015/330 m.nt. U.B. Verboom (Landis)

Rb. Noord-Nederland 23 december 2015, JOR 2016/185 m.nt. U.B. Verboom (Claimstichting Bouwstate V/Bouwhuis en Wiegel)

Rb. Oost-Brabant 29 juni 2016, JOR 2016/278 m.nt. J.H. Lemstra (Stichting Renteswapclaim/ Rabobank)

Reclame Code Commissie

RCC 16 december 1997, JOR 1998/30 m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol (Vedior en Morgan Stanley)

Trefwoordenregister

Aansprakelijkheid	
- accountant	13.6.5
- advocaat	13.6.6
- analisten	13.6.9
- bestuurders	14.2
- co-managers	13.6.2
- commissarissen	14.3
- contractuele	16.1-16.10
- effectenbeurs	13.6.7
- lead manager	13.6.1
- listing agent	13.6.3
- rating agencies	13.6.10
- toezichthouder	13.6.8
- uitgevende instelling	13.6.1
- verkopende aandeelhouder	13.6.4
Aansprakelijkheidsrecht	
- als kader voor prospectusaansprakelijkheid	6.2
Bedrog	16.5
Beursintroductie	3.2
Bestuurdersaansprakelijkheid	
- en ondertekening van het prospectus	14.4
- en responsibility statement	14.5
- ernstig verwijt	14.2.1.3
- rechtstreeks daderschap	14.2.1.2
- secundaire aansprakelijkheid	14.2.1.1
- voor prospectus	14.2
Bewijs	
- bewijslast	11.2.4
- bewijslastomkering	11.2.5
- bewijsleveringslast	11.2.4
- bewijsrisico	11.2.4
- kwalificatie	11.2.3

- stellen en weerspreken	11.2.2
- tegen(deel)bewijs	11.2.5
- van causaal verband	10.4; 10.5
Causaliteit	
- en eigen schuld	10.9
- en fraud-on-the-markets theorie	10.5
- in het civiele recht	10.2
- modaliteiten	10.1
Collectieve actie	16.10
Consumentenrecht	
- als kader voor prospectusaansprakelijkheid	6.3
Doeltreffendheidsbeginsel	zie effectiviteitsbeginsel
Doorwerking	
- van Europees Unierecht	4.3
- van indicatoren uit het publieke effectenrecht	5.5.4.3
- van nationaal publiekrecht	4.2
- van norm art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn (verantwoorde oordeelsvorming)	5.5.3.2
- van prospectusbegrip	5.5.1.3
- van prospectusplicht	5.5.6
- van Prospectusrichtlijn	5.5
- van samenvatting/kerngegevens	5.5.7
Due diligence defence	9.6
Dwaling	16.4
Effectenrecht	
- als wettelijk kader voor prospectusaansprakelijkheid	6.4
Effectieve rechtsbescherming	4.3.2; 5.5.2
Effectiviteitsbeginsel	4.3.2
Gelijkstellingsregeling	16.7.8
Handelaar	
- begrip	13.4.1
- handelen 'ten behoeve van'	13.4.1
Handelspraktijk	13.4.2
Maatman-belegger	7.5; 7.6; 7.8
Misleiding	
- begrip	7.1
- door onjuistheid	7.2
- door onvolledigheid	7.2
- door verwarring	7.2
- en schuld	9.2
- materialiteitsvereiste	7.3
Non-conformiteit	16.7
Openbaar (laten) maken	13.3
Precontractuele fase	15.3
Primaire markttransactie	15.2.1
Prospectus	

- als onderdeel van aanbod en aanvaarding	15.5
- als precontractuele mededeling	15.4
- bereik	7.4
- en algemene voorwaarden	15.9
- en derdenbeding	15.7
- exoneration/disclaimer in	15.8
- gerichtheid	7.4
- categorisering prospectusinformatie	7.7
- mededelingen buiten	12.1-12.7
- uitleg en aanvulling van	15.6
Prospectusverantwoordelijkheid	5.5.5
Reflexwerking	6.7.2; 6.8.2
Relativiteit	8.1; 8.2; 8.3
Secundaire markttransactie	15.2.2
Toerekenbaarheid	
- van lead manager	9.4
- van uitgevende instelling	9.3
Samenloop	6.7.2
Schadevergoeding	10.10
Tekortkoming	16.6
Vernietiging	16.2; 16.4.2; 16.5.3; 16.9

Curriculum Vitae

Jan Paul Franx werd geboren op 28 augustus 1959 te Amsterdam. Hij behaalde het VWO-diploma in 1977 aan het Hermann Wesselink College te Amstelveen. Zijn studie Nederlands recht aan de Vrije Universiteit voltooide hij in 1984. In 1985 volgde hij een leergang Engels recht aan King's College, Londen en werkte hij als *foreign associate* bij Linklaters en in *barrister chambers* bij Louis Blom-Cooper QC, Middle Temple, Londen.

In 1986 werd Jan Paul in Amsterdam beëdigd als advocaat en trad hij in dienst bij Nauta Van Haersolte, dat later opging in NautaDutilh NV. Bij dat kantoor werkte hij tot augustus 2011, aanvankelijk als stagiaire en medewerker, en vanaf 1994 als partner. Zijn focus verschoof in de loop der jaren van een ondernemingsrechtelijke naar een kapitaalmarkt gerelateerde advies-, proces- en transactiepraktijk, met inbegrip van het begeleiden van beursintroductions en emissies. In 1993 werd hij voor zes maanden gedetacheerd bij het advocatenkantoor Simpson Thacher & Bartlett LLP in New York, waar hij in de ondernemingsrechtelijke, kapitaalmarkt- en arbitragepraktijk werkte.

Sinds 1 maart 2013 is Jan Paul werkzaam als partner bij het advocatenkantoor FG Lawyers te Amsterdam, waarvan hij een van de oprichters is. Hij bedrijft daar advies-, proces- en transactiepraktijk op het gebied van ondernemings- en kapitaalmarktrecht.

Jan Paul publiceert regelmatig op genoemde rechtsgebieden. Ook doceert hij aan de Grotius Academie, bij diverse postdoctorale leergangen en bij masteropleidingen van meerdere universiteiten.

Bibliografie

Boeken

Het Ontwerp Boek IV van het Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering (in het licht van internationale arbitrage en vergeleken met het Ontwerp Uncitral Modelwet en het Franse recht inzake internationale arbitrage), Post Scriptum Reeks, 1985, ISBN 90- 271-2376-4, (Kluwer's Post Scriptum prijs 1985; Françoisprijs Nederlandse Vereniging voor Internationaal Recht 1985)

Artikelen

De directeur/grootaandeelhouder en borgtocht (Rechtbank Zwolle 27 januari 1993), V&O, december 1993, p. 134-135

EASDAQ biedt ondernemingen makkelijke toegang tot belegger, Het Financieele Dagblad, 14 november 1996 (met B. Feron), p. 15

Nieuwe markt krijgt naar verwachting hoger risicoprofiel, Het Financieele Dagblad, 5 maart 1997, p. 15

Prospectusaansprakelijkheid en de nieuwe Europese Prospectusrichtlijn, Ondernemingsrecht, 2004, p. 259-266

'Shelf registration' onder de Europese Prospectusrichtlijn en in de VS: wat betekent het voor issuers en underwriters?, Tijdschrift voor Financieel Recht, 2005-3, p. 48-59

Kapitaalmarkt blijft juridische lappendeken, Het Financieele Dagblad, rubriek Optiek, 30 juni 2005, p. 9

Het aanvullend prospectus na implementatie van de Prospectusrichtlijn: een civielrechtelijke stoorzender bij boekbuilding?, Ondernemingsrecht, 2005/13, p. 434-440

Legislation guide Netherlands, International Financial Law Review 1000, 2005 p. 704-705

Alternext Amsterdam: een niet-gereguleerde markt voor small- en midcaps, Ondernemingsrecht 2006-13, p. 259-266

Disclosure practices under the EU Prospectus Directive and the role of CESR, Capital Markets Law Journal, 2007, p. 295-305

Developments in the SPAC Market: Europe, Bloomberg European Law Journal, vol. 2 (2008), no. 11, p. 45-47 (met P. Zijp en L. Bench Nieuwveld)

Finding a special purpose (on European special purpose acquisition company), The European Lawyer, november 2008, p. 33-35 (met P. Zijp)

Update alternatieve handelsplatformen – van kraamkamers en sterfhuizen, Ondernemingsrecht 2014/98 (actualiteit)

(Prospectus) aansprakelijkheid van bestuurders bij beursgang en emissie, in het bijzonder onder de Wet oneerlijke handelspraktijken, Ondernemingsrecht 2014/112

Boekbespreking: *M.D.H. Nelemans, Bestuurdersaansprakelijkheid in de financiële sector – Toezicht, handhaving, sancties en zorgplichten* (Uitgeverij Paris, Zutphen 2013), WPNR 2014/7036

Hoe om te gaan met de vernietigingsactie van art. 6:193j lid 3 BW op de kapitaalmarkt? (reactie op T.M.C. Arons, Van financiële massaproducten en (massa) vernietigingssancties, Ondernemingsrecht 2015/104), Ondernemingsrecht 2016/30 met naschrift van T.M.C. Arons

Bijdragen aan bundels / series

Internationale handelsarbitrage, Contracteren in de internationale praktijk, onder redactie van prof. Mr. B. Wessels en mr. T.H.M. van Wechem, Kluwer, serie Recht en Praktijk, 1994, p. 241-254, ISBN 90-268-2583-8

Arbitrage (en andere methoden voor conflictbeslechting), Onderneming & Contracteren, uitg. Belwel/Advies, serie Dossier over Onderneming, Financiën en Recht, nr. 19, 1995, p. 54-58.

Particuliere participatiemaatschappijen, Financiering van de onderneming, Kluwer, serie Vademecum Ondernemingsrecht (red. J. Meijer Timmerman Thijssen e.a.), 1995, p. 295-306

European Union, Securities World, jurisdictional comparisons, 2nd edition, general editor W.J.L. Calkoen, 2006, p. 121-133 (met P. Zijp en L.J. Silverentand)

Inhoudelijke prospectusvereisten, Onderneming en financieel toezicht. Serie Onderneming en Recht, deel 40, Kluwer, 2007, p. 347-364; tweede (bewerkte) druk:

Serie Onderneming en Recht, deel 57 (red. D. Busch e.a.), Kluwer 2010, p. 592-610

Mede-auteur Kluwer Groene Serie "Toezicht Financiële Markten"

The Netherlands, Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe, Volume I, European and National Legislation in the Member States of the European Economic Area, general editor Dirk Van Gerven, Cambridge University Press, 2008, p. 242-254, ISBN 978-0-521-88070-1

Effectieve rechtsbescherming van beleggers, in: B.F. Assink e.a. (red.), De toekomst van het ondernemingsrecht - het ondernemingsrecht van de toekomst, Opstellen voor Prof. mr. L. (Vino) Timmerman ter gelegenheid van zijn 65^{ste} verjaardag en 25+ jaar hoogleraarschap, Serie vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 99, Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 97-114

Serie-overzichten recht en praktijk

Recht en Praktijk – Informatie en Communicatietechnologie

- ICT1. J. Borking, Privacyrecht is code
ICT2. H. Struik, P.C. van Schelven, en W.A.J. Hoorneman, Softwarerecht
ICT3. E.W. Verhelst, Recht doen aan Privacyverklaringen
ICT4. S. van der Hof, A.R. Lodder en G.J. Zwenne (red.), Recht en computer

Recht en Praktijk – Insolventierecht

- Onder redactie van prof.mr. B. Wessels, mr.dr. R.J. de Weijs en mr.drs. C.M. Harmsen
InsR1. R.J. de Weijs, Faillissementspauliana, Insolvenzanfechtung & Transaction Avoidance in Insolvencies
InsR2. A.J. Berends, Insolventie in het internationaal privaatrecht – 2^e druk
InsR3. T.T. van Zanten, De overeenkomst in het insolventierecht
InsR4. P.R.W. Schaink, Arbeidsovereenkomst en insolventierecht – 2^e druk
InsR5. A.J. Noordam (red.), Schuldsanering (ex-)ondernemers
InsR6. B.J. Engberts, Voorlopige voorzieningen en dwangregeling in het schuldsaneringsrecht
InsR7. J.A.A. Adriaanse, D.H. van Offeren en J.I. van der Rest (red.), Turnaround Management

Recht en Praktijk – Intellectuele Eigendom

- IE1. S.J. Schaafsma, Intellectuele eigendom in het conflictrecht

Recht en Praktijk – Ondernemingsrecht

- Onder redactie van prof.mr. W.J.M. van Veen en mr. J.A.M. ten Berg
ONR1. W.J.M. van Veen en J.W. Bellingwout, De Arubaanse vennootschap met beperkte aansprakelijkheid (VBA)
ONR2. H. de Groot, Bestuurdersaansprakelijkheid – 5^e druk
ONR3. W.J.M. van Veen (red.), De Europese naamloze vennootschap (SE) – 2^e druk
ONR4. F.K. Buijn en P.M. Storm, Ondernemingsrecht. BV en NV in de praktijk
ONR5. M.Y. Nethé, Ontbinding en vereffening van rechtspersonen
ONR6. W.W. de Nijs Bik, De Structuurvennootschap. Bestuur, toezicht en corporate governance
ONR7. W.J.M. van Veen en M.P. Bongard, Grensoverschrijdende juridische fusies. De verschillende grondslagen, mogelijkheden en beperkingen
ONR8. A.J.S.M. Tervoort, Het Nederlandse personenvennootschapsrecht

ONR9. R. Abma, D.P. van Kleef, N. Lemmers en M. Olaerts, De algemene vergadering van Nederlandse beursvennootschappen

Recht en Praktijk – Personen- en Familierecht

- PFR1. L.H.M. Zonnenberg, Het verrekenbeding
 PFR2. B. Breederveld, De aangepaste gemeenschap van goederen in verband met echtscheiding
 PFR3. Th.M. de Boer en F. Ibili, Nederlands internationaal personen- en familierecht - Wegwijzer voor de rechtspraktijk – 2^e druk
 PFR4. J.A.M.P. Keijser, Handleiding bij scheiding
 PRF5. P.A.W. Kuijper, Een nieuwe visie op afstamming

Recht en Praktijk – Staats- en bestuursrecht

- SB1. M.K.G. Tjepkema, Nadeelcompensatie op basis van het égalitébeginsel
 SB2. Willem Braams, Arjen van Rijn, Martijn Scheltema (red.), Klimaat en recht
 SB3. M. Schreuder-Vlasblom, Rechtsbescherming en bestuurlijke voorprocedure – 6^e druk
 SB4. R. Ortlep, De aantasting van stabiele bestuursrechtelijke rechtsvaststellingen in het licht van het Unierecht
 SB5. J.H.G. van den Broek, Omgevingsrecht
 SB6. J.E. van den Brink, De uitvoering van Europese subsidieregelingen
 SB7. J.A.M. van Angeren, De gewone rechter en de bestuursrechtspraak – 5^e druk
 SB8. J.E.F.M. den Drijver-van Rijckevorsel, M. Rus-van der Velde, A.W. van Engen, F.A. Mulder, Onteigening

Recht en Praktijk – Contracten- en Aansprakelijkheidsrecht

- Onder redactie van prof.mr. R.P.J.L. Tjittes, mr. R.J.Q. Klomp
 CR1. B. Wessels, R.H.C. Jongeneel, M.L. Hendrikse, Algemene voorwaarden – 6^e druk
 CR2. B. Wessels, T.H.M. van Wechem, Contracteren in de internationale praktijk
 CR3. A.H. Lamers, Contracteren door intermediairs in de muziekindustrie
 CR4. C.M.D.S. Pavillon, Open normen in het Europees consumentenrecht
 CA5. K.J.O. Jansen, Informatieplichten
 CA6. P.S. Bakker, Redelijkheid en billijkheid als gedragsnorm
 CA7. F.A. van Tilburg, Effecten van civielrechtelijke aansprakelijkheid op openbare-ordebeleid
 CA8. B.M. Paijmans, De zorgplicht van scholen
 CA9. R.I.V.F. Bertrams, S.A. Kruisinga, Overeenkomsten in het internationaal privaatrecht en het Weens Koopverdrag
 CA10. R.J.B. Boonekamp, Onrechtmatige daad in groepsverband
 CA11. E.A.L. van Emden, M. de Haan, Beroepsaansprakelijkheid
 CA12. M.M. van Rossum, P.H.L.M. Kuypers (red.), Garanties in de rechtspraktijk
 CA13. F.J.L. Kaptein, J.G. Knot, R. Koolhoven, D.F. Kopalit, E.F. Verheul, F.M.J. Verstijlen, Het internationale eigendomsvoorbehoud
 CA14. J.E. van de Bunt, Het rampenfonds
 CA15. L. Leber, De patronaatsverklaring

Recht en Praktijk – Vastgoedrecht

- VG1. B.A.M. Janssen, Wie heeft de leiding?
 VG2. D.L. Rodrigues Lopes, Pacht

- VG3. M.F.A. Evers, Huurrecht bedrijfsruimten
 VG4. H.J. Rossel, Huurrecht algemeen
 VG5. D.L. Rodrigues Lopes, Eigendom en beperkte rechten – 2^e druk
 VG6. D.L. Rodrigues Lopes, Landinrichting
 VG7. A. van Heeswijck, Rechtsbescherming van ondernemers in aanbestedingsprocedures
 VG8. E.H.M. Swaneveld-Bakelaar, De huur van ongebouwde onroerende zaken: een leemte in de wet

Recht en Praktijk – Verzekeringsrecht (voorheen Serie Verzekeringsrecht)

- Onder redactie van prof.mr. N. van Tiggele-van der Velde, prof.mr. J.H. Wansink,
 mr. S.Y.Th. Meijer en mr. N. Vloemans
 VR1. M.L. Hendrikse, J.G.J. Rinkes, Juridische aspecten van elektronisch verzekeren
 VR2. M.L. Hendrikse, Ph.H.J.G. van Huizen, J.G.J. Rinkes, Verzekeringsrecht – 4^e druk
 VR3. W.M.A. Kalkman, De overeenkomst van levensverzekering – 3^e druk
 VR4. N. van Tiggele-van der Velde, J.H. Wansink (red.), Bespiegelingen op 10 jaar ‘nieuw’ verzekeringsrecht
 VR5. E.J. Wervelman, De particuliere arbeidsongeschiktheidsverzekering – 3^e druk
 VR6. S.Y.Th. Meijer, N. van Tiggele-van der Velde, N. Vloemans en J.H. Wansink (red.), Zicht op toezicht in de verzekeringssector

Recht en Praktijk - Verschenen delen onder redactie van prof.mr. R.P.J.L. Tjittes

- | | |
|---|--|
| 1. Bedrijfsopvolging in de middenstand | 22. Onteigening |
| 2. Bedrijfsopvolging in de landbouw | 23. BV en NV |
| 3. Opvolging in het vrije beroep | 24. Vergoeding van verkeerschade |
| 4. Familierechtelijke betrekkingen | 25. Het Nieuwe Verenigingsrecht |
| 5. Samenwerkingsvormen in landbouw en middenstand | 26. Overheidsvergunning en Onrechtmatige daad |
| 6. Bouw- en woningrecht | 27. Consumentenrecht |
| 6a. Beheer en bemiddeling bij onroerend goed | 28. De handelsnaam |
| 6b. Huurrecht bedrijfsruimten | 29. Kringen van belanghebbenden |
| 6c. Huurprijzenwet woonruimten | 30. Handleiding Hinderwet |
| 7a. Zekerheidsrechten (hypothek) | 31. Pacht |
| 7b. Zekerheidsrechten (pand en borgtocht) | 32. De directeur, bestuurder en werknemer |
| 8. Wet op het consumentenkrediet | 33. Vervoerrecht |
| 9. De Kamers van Koophandel in de praktijk | 34. Huurbescherming bij woonruimte |
| 10a. Het kort geding (A. Algemeen deel) | 35. Kopers en economische eigenaars van onroerend goed |
| 10b. Het kort geding (B. Bijzonder deel) | 36. Recht en computer |
| 11. Het nieuwe merkenrecht | 37. Het nieuwe BW in 400 trefwoorden |
| 12. De kantonrechter (Burgerlijke Zaken) | 38. Exoneratieclausules |
| 13. Burenrecht, mandeligheid, erfdiensbaarheden | 39. Overdracht van een onderneming |
| 14. Kansspelen en cadeau-acties | 40. Bescherming van het uiterlijk van producten |
| 15. Collectief ontslag | 41. Het eigendomsvoorbehoud |
| 16. Schade- en sommenverzekeringsrecht | 42. Auteursrecht |
| 17. De gerechtsdeurwaarder | 43. De betaalcheque |
| 18. De surséance van betaling en het akkoord | 44. De commissaris, aanbevolen gedragsregels |
| 19. Bestemmingsplan en privaatrecht | 45. Het Nederlandse arbitragerecht |
| 20. Overzicht van het Nederlandse milieurecht | 46. Alimentatierekenen |
| 21. Handleiding bij scheiding | |

47. Arbeidsverhoudingen in het Nederlands IPR
48. De commanditaire vennootschap in de praktijk
49. Retentierecht
50. Produktaansprakelijkheid
51. De achtergestelde vordering in het bijzonder de achtergestelde lening
52. Algemene voorwaarden getoetst
53. Schenking
54. Voordeelstoerekening
55. De agentuurovereenkomst
56. Onrechtmatige daad in groepsverband volgens NBW
57. Aansprakelijkheid voor de tenuitvoerlegging van vernietigde of terzijde gestelde rechterlijke beslissingen
58. Dwaling, in het bijzonder bij koop van onroerend goed
59. Kadaster, openbare registers en derden-bescherming
60. Overgangsrecht nieuw Burgerlijk Wetboek
61. De nieuwe civiele kantongerechtsprocedure
62. Recht en reclame
63. Franchising
64. De mededelingsplicht in de onderhandelingsfase
65. Onderhandelen en privaatrecht
66. Herziening scheidingsprocesrecht
67. Bestuurdersaansprakelijkheid
68. Recht en elektronische handel
69. Bevrijdende verjaring
70. Rechtsverwerking in drievoud
71. Bestuur en toezicht
72. Buiten-contractuele aansprakelijkheid bodemverontreiniging
73. Grenzen aan het stakingsrecht
74. Contracteren in de internationale praktijk
75. Privacyregulering in theorie en praktijk
76. Ontbinding
77. De hoedanigheid van contractpartijen
78. Verhoogd gevaar in het aansprakelijkheidsrecht
79. Verzekering en aansprakelijkheid
80. De toezegging in het privaatrecht
81. Kollektieve akties in het privaatrecht
82. Gerechtelijke bewaring
83. Vrij verkeer van vonnissen
84. Enige beschouwingen over zinvol commissariaat
85. Moderne biotechnologie en recht
86. Softwarerecht
87. Surséance van betaling
88. Aansprakelijkheid voor gevaarlijke stoffen
89. De vereniging in de praktijk
90. Milieuschade en financieel verslag
91. Dwaling bij de totstandkoming van overeenkomsten
92. Contracteren in de internationale praktijk/ Deel II
93. Verrekening
94. Geld, geldschuld en betaling
95. Bank & Aansprakelijkheid
96. Insolventie en rechtspersoon
97. Levering van roerende zaken door middel van zakenrechtelijk waardepapier
98. Aansprakelijkheidsverzekering op claims made grondslag
99. Onverschuldigde betaling
100. De Wet op de Europese ondernemingsraden
101. Het Haagse Trustverdrag
102. Contracteren in de internationale praktijk/ Deel III
103. Privaatrechtelijk kostenverhaal door de overheid
104. Distributieovereenkomsten
105. Actio Pauliana en onrechtmatige daadvordering
106. Sponsoring van verenigingen en stichtingen
107. Passieve legitimatie uit cognossement
108. Handboek handelsregister
109. De commissionair in effecten
110. Schade en loss occurrence-verzekeringen
111. Gids geregistreerd partnerschap
112. Toerekening van een onrechtmatige daad
113. Productaansprakelijkheid
114. Vermogensrecht voor ongehuwde samenlevers
115. Richtlijnconforme interpretatie van burgerlijk recht
116. Het kort geding in internationaal perspectief
117. Scheepsvoorrechten
118. Nieuwe risico's en vragen van aansprakelijkheid en verzekering
119. Notariële aansprakelijkheid
120. Garanties in de rechtspraak
121. Natrekking, vermenging en zaaksvorming
122. Juridische aspecten van geografische aanduidingen

123. Samenloop van CMR-Verdrag en EEX-Verordening
124. Grenzen van rechtsobjecten
125. Regres
126. Onoverdraagbaarheid van vorderingen krachtens partijbeding
127. Schadebeperkingsplicht
128. De rechtsverhouding tussen procespartijen
129. Capita Zeerecht
130. De Europese naamloze vennootschap (SE)
131. Het verschoningsrecht van getuigen in civiele zaken
132. Toezicht en aansprakelijkheid
133. Insolventie in het internationaal privaatrecht
134. Contractdwang
135. Het wijzigen van overeenkomsten en de werking van redelijkheid en billijkheid
136. Aansprakelijkheid voor zelfstandige hulppersonen
137. Nieuw verzekeringsrecht praktisch belicht
138. Het civiele hoger beroep
139. Goederen met negatieve waarde in het Nederlandse vermogensrecht
140. Zorgplichten in de effectenhandel
141. Exoneraties in (ICT-)contracten tussen professionele partijen
142. Mobiliteit van goederen in het IPR
143. Algemene voorwaarden
144. Contractoverneming
145. Onrechtmatige overheidsbesluiten
146. De positie van het zeeschip in het internationaal privaatrecht
147. De Europese coöperatieve vennootschap (SCE)
148. Gewogen rechtsmacht in het IPR
149. De overeenkomst van Internet Service Providers met consumenten
150. Toegang tot het recht bij massaschade
151. Ontbinding, schadevergoeding en nakoming
152. Toepasselijkheid van algemene voorwaarden
153. Levering van roerende zaken
154. De afkoelingsperiode in faillissement
155. Huurrecht algemeen
156. Staatsaansprakelijkheid wegens schending van Europees Gemeenschapsrecht
157. De kwaliteitsrekening
158. Alternatieven voor zekerheid op bankrekeningen
159. Forumkeuze in het Nederlandse internationaal privaatrecht
160. Wsnp en goede trouw
161. Conformiteit bij koop
162. De bevrijdende verjaring
163. IPR-bewijsrecht en bewijsverkrijging
164. Schadevaststelling en de rol van de deskundige
165. Het deskundigenadvies in de civiele procedure
166. De gewone rechter en de bestuursrecht-spraak
167. De grenzen van het recht op nakoming
168. Sport en Mededingingsrecht
169. Van geschil tot oplossing
170. Bedrijfsovername en milieurecht
171. De Wbp en de vennootschap
172. Onrechtmatige wetgeving
173. Afgebroken onderhandelingen en het gebruik van voorbehouden
174. Privaatrechtelijke handhaving van mededingingsrecht

