

## **Oneerlijke handelspraktijken bij aanbiedingen van obligaties: een *never ending story*?**

1. Op 15 oktober 2008 trad de Wet oneerlijke handelspraktijken (hierna: Wet OHP) in werking.<sup>1</sup> Deze wet vormt de implementatie van de Richtlijn oneerlijke handelspraktijken (hierna: Richtlijn OHP)<sup>2</sup> en heeft geleid tot de nieuwe Afdeling 3.3.A van Boek 6 BW. Het in deze afdeling opgenomen art. 6:193b, lid 1, BW bepaalt dat '[e]en handelaar (...) onrechtmatig jegens een consument [handelt] indien hij een handelspraktijk verricht die oneerlijk is.' Een 'handelspraktijk' is, zo bepaalt art. 6:193a lid 1 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 product aan consumenten'. Een handelspraktijk is in het bijzonder oneerlijk indien een handelaar een misleidende handelspraktijk verricht (6:193b, lid 3, sub a BW). Een handelspraktijk is, onder andere, misleidend indien sprake is van een misleidende omissie (art. 6:193d, lid 1 BW). Dat wil zeggen indien 'essentiële informatie welke de gemiddelde consument nodig heeft om een geïnformeerd besluit over een transactie te nemen, wordt weggelaten, waardoor de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen, dat hij anders niet had genomen.' (art. 6:193d, lid 2 BW). Over de Wet OHP is inmiddels de nodige literatuur verschenen.<sup>3</sup>

2. Aan individuele consumenten en consumentenorganisaties staan verschillende civielrechtelijke mogelijkheden ter beschikking om op te komen tegen (vermeende)

---

\* Tomas Arons, Steven Hijink en Arnoud Pijls zijn als onderzoekers verbonden aan het Instituut voor Ondernemingsrecht, een samenwerkingsverband van de Rijksuniversiteit Groningen en de Erasmus Universiteit Rotterdam.

<sup>1</sup> Stb. 2008, 397. Behandeld onder *Kamerstukken* 30 928.

<sup>2</sup> Richtlijn 2005/29/EG, PbEU L 149.

<sup>3</sup> Een greep: W.H. van Boom, Inpassing en handhaving van de Wet oneerlijke handelspraktijken, TvC 2008, p. 4-19, D.W.F. Verkade, *Oneerlijke handelspraktijken jegens consumenten*, Mon. BW B49a, Deventer 2009 en P.G.F.A. Geerts/E.R. Vollebregt, *Oneerlijke handelspraktijken, misleidende reclame en vergelijkende reclame*, Deventer 2009. Over de verhouding tussen de Wet OHP en financiële diensten en activiteiten onder meer: A.C.W. Pijls, *Misleiding van het beleggende publiek, een oneerlijke handelspraktijk!*, Ondernemingsrecht 2008, p.342-349 en O.O. Cherednychenko/S.H. Kuijper, *De Wet oneerlijke handelspraktijken en financiële dienstverlening*, NTBR 2008, 44.

overtredingen van de bepalingen van Afdeling 3.3.A van Boek 6 BW.<sup>4</sup> Daarnaast kan, ingevolge de Wet handhaving consumentbescherming (hierna: Whc)<sup>5</sup>, de AFM *bestuursrechtelijk* handhavend optreden indien zich naar haar oordeel een oneerlijke handelspraktijk voordoet die betrekking heeft op een financiële dienst of activiteit als bedoeld in art. 1.1, sub e, Whc.<sup>6</sup> Onder die activiteiten wordt mede verstaan ‘het aanbieden van effecten aan het publiek (...) bedoeld in artikel 5:2 van de Wet op het financieel toezicht’. De grondslag voor dergelijk optreden van de AFM is gelegen in art. 3.4 lid 4 Whc, in verbinding met bijlage d bij de Whc.<sup>7</sup> Het bestuursrechtelijke instrumentarium waarover de AFM op grond van art. 3.4 lid 4 Whc beschikt, bestaat uit de mogelijkheid een bestuurlijke boete of een last onder dwangsom op te leggen. De AFM kan deze beschikking bovendien openbaar maken (art. 3.4 lid 5 jo. Art. 2.23 Whc). Dat de AFM, sinds 15 oktober 2008, over deze bevoegdheden beschikt doet overigens geen afbreuk aan haar bevoegdheden uit hoofde van de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft). De mogelijkheden voor de AFM om op basis van de Whc naleving van bepalingen van Afdeling 3.3.A. van Boek 6 BW af te dwingen moeten blijkens de Memorie van toelichting op de Wet OHP als ‘aanvulling’ worden gezien: ‘[v]oor handhaving door de AFM van het verbod op oneerlijke handelspraktijken zal de sectorspecifieke wetgeving voorrang hebben boven de algemene regeling inzake de oneerlijke handelspraktijken.’<sup>8</sup>

3. De AFM heeft in verschillende publicaties aangekondigd na de inwerkingtreding van de Wet OHP via de Whc op te zullen treden bij misleidende handelspraktijken.<sup>9</sup> De (aangekondigde) pijlen van de AFM zijn daarbij met name gericht op instellingen die financiële diensten of activiteiten verrichten, doch vrijgesteld zijn van toezicht uit hoofde van de Wft. Dit heeft tot op heden geresulteerd in oplegging van een last onder dwangsom aan een tweetal uitgevende instellingen van obligaties – ParTrust Beheer B.V. (hierna: Partrust) en TRE Investments II B.V. (hierna: TRE II) – door de AFM. Deze strekten er telkens, kort gezegd, toe de door de AFM gespecificeerde en als

---

<sup>4</sup> Hierover: Verkade 2009, nr. 67 e.v., die ook aandacht besteed aan de positie van concurrenten

<sup>5</sup> Stb. 2006, 591. Behandeld onder Kamerstukken 30 411.

<sup>6</sup> Aan de AFM staan op dit punt geen civielrechtelijke handhavingsmogelijkheden (meer) ter beschikking. Zie over de ‘mist’ hieromtrent: Verkade 2009, nr. 76 e.v.

<sup>7</sup> Aan deze bijlage is (het door de Wet OHP ingevoerde) art. 8.8 Whc toegevoegd, voor zover betrekking hebbend op een financiële dienst of activiteit.

<sup>8</sup> *Kamerstukken II 2006/07*, 30 928, nr. 3, p. 8.

<sup>9</sup> Vgl. het overzicht dat C.M. Grundmann-van de Krol geeft in onderdeel 1 van haar annotatie onder Voorzieningenrechter Rb. Rotterdam, 6 juli 2009 (JOR 2009/233).

essentieel aangeduide informatie aan zowel de desbetreffende obligatiehouders als de AFM te verschaffen.<sup>10</sup> Partrust is inmiddels in staat van faillissement verklaard.<sup>11</sup> De beschikking inzake TRE II heeft geleid tot een rechterlijke procedure en tot een uitspraak van de voorzieningenrechter te Rotterdam.<sup>12</sup> Voor zover ons bekend is dit de eerste rechterlijke uitspraak naar aanleiding van de handhavingspraktijk van de AFM op het terrein van de Wet OPH.

4. De belangrijkste overwegingen in deze uitspraak in de procedure tussen TRE II en de AFM zijn te vinden in r.o. 2.3. Hierin overweegt de voorzieningenrechter dat van een oneerlijke handelspraktijk ‘zeker ook sprake [kan] zijn tijdens de looptijd van (verhandelbaar) waardepapier dat recht geeft op een periodieke rente-uitkering gedurende de looptijd van de overeenkomst, (...) in het verlengde hiervan [heeft] essentiële informatie (...) niet slechts betrekking op informatie die op grond van een uitnodiging tot aankoop dient te worden verstrekt, maar kunnen feiten en omstandigheden die zich voordoen tijdens de looptijd van een overeenkomst evenzeer essentiële informatie behelzen als bedoeld in [artikel 6:193d lid 2 BW]’. De voorzieningenrechter overweegt verder dat om te voorkomen dat de definitie van ‘besluit over een overeenkomst’<sup>13</sup> grotendeels haar betekenis verliest, het ‘zinsdeel “levering van een product aan consumenten” niet te beperkt in tijd dient te worden opgevat’. Uit het voorgaande vloeit voort, aldus nog steeds de voorzieningenrechter in r.o. 2.3, ‘dat informatie die betrekking heeft op de vraag of TRE II haar verplichtingen jegens de obligatiehouders zal kunnen nakomen rechtstreeks verband houdt met de levering van het product aan de obligatiehouders’.

---

<sup>10</sup> De grondslag voor deze besluiten was beide keren (bijna) dezelfde: art. 8.8 Whc, jo. art. 6:193b lid 1 BW (en leden 2 en 3 bij de beschikking inzake TRE), jo. art. 6:193d lid 1 BW. De beschikkingen van de AFM zijn openbaar gemaakt op 15 april 2009, resp. 19 juni 2009 en te vinden op de website van de AFM ([www.afm.nl](http://www.afm.nl)). Over de beschikking inzake Partrust: C.W.M Lieveer, Rondon het nieuws. Oneerlijke handelspraktijken, FR, p. 244-245 en de in de Tweede Kamer gestelde vragen, Kamerstukken II, 2008-2009, Aanhangsel, p. 5889-5890 (nr. 2802).

<sup>11</sup> Bij beschikking van de Rechtbank Rotterdam van 20 mei 2009, hetgeen bij beschikking van 18 augustus 2009 door het Hof ‘s-Gravenhage is bekrachtigd (LJN: BJ5457). Uit r.o. 6.2 van laatstgenoemde beschikking blijkt dat Partrust geen bezwaar heeft aangetekend tegen de beschikking van de AFM, doch evenmin heeft voldaan aan de opgelegde last.

<sup>12</sup> LJN: BJ2013, tevens gepubliceerd in JOR 2009/233, m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol.

<sup>13</sup> In art. 6:193a, lid 1, sub e BW gedefinieerd als: ‘een door een consument genomen besluit over de vraag of, en, zo ja, hoe en op welke voorwaarden hij een product koopt, geheel of gedeeltelijk betaalt, behoudt of van de hand doet, of een contractueel recht uitoefent in verband met het product, ongeacht of de consument overgaat tot handelen.’

5. Bij de uitspraak van de voorzieningenrechter vallen de nodige kanttekeningen te plaatsen. In de eerste plaats is opvallend hoe ruim de voorzieningenrechter het begrip ‘handelspraktijk’ interpreteert, althans voor zover dat betrekking heeft op de plicht tot informatieverstrekking. Naar zijn oordeel is hiervan niet alleen sprake bij het aanbieden van een product, maar is daarvan tevens sprake gedurende de looptijd van (de overeenkomst betreffende) het aangeboden product. Ook ‘feiten en omstandigheden die zich voordoen *tijdens de looptijd* van een overeenkomst (curs. auteurs)’ kunnen hierdoor essentiële informatie behelzen in de zin van de Wet OHP. Het valt te betwijfelen of een zodanig extensieve interpretatie van het begrip ‘handelspraktijk’ wel in overeenstemming is met de (ratio van de) wettelijke regeling OHP, in samenhang gelezen met de Richtlijn OHP. Weliswaar is de Wet OHP van toepassing op het gehele traject van reclame tot en met verkoop of levering aan de consument, als ook op service en klachtenbehandeling, en beperkt zij zich – in tegenstelling tot de regeling Misleidende en vergelijkende reclame<sup>14</sup> – niet slechts tot de aanbodfase van een product.<sup>15</sup> Het is echter zeer de vraag of uit dit brede(re) toepassingsbereik mag worden afgeleid dat – ook – het volledige proces van informatie-uitwisseling tussen handelaar en consument *tijdens* de looptijd van een overeenkomst door de Wet OHP wordt gereguleerd. Zou dit namelijk het geval zijn, dan zou de handelaar op ieder moment gedurende een lopende overeenkomst met een beroep op de Wet OHP om essentiële informatie kunnen worden gevraagd. Het is niet waarschijnlijk dat de (Europese) wetgever een dergelijk verstrekkende regeling voor ogen heeft gestaan.<sup>16</sup> Veel waarschijnlijker is dat de keuze van de wetgever om de Wet OHP te laten uitstrekken tot handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten ‘vóór, *gedurende* en *na* een commerciële *transactie* (curs. auteurs)’<sup>17</sup> gelegen is in de gerechtvaardigde wens om via de Wet OHP een aantal specifieke – door consumenten als vervelend ervaren – handelspraktijken mede te reguleren.<sup>18</sup> In

---

<sup>14</sup> Ten aanzien van consumenten kan de regeling Misleidende en vergelijkende reclame, opgenomen in Afdeling 3.4 van Boek 6 BW, beschouwd worden als de voorganger van de Wet OHP.

<sup>15</sup> Zie Verkade 2009, nr. 8.

<sup>16</sup> Wij verwijzen in dit verband naar de toelichting op art. 6:193d en 6:193e BW, alwaar wordt opgemerkt dat de richtlijn OHP ‘positieve verplichtingen [bevat] tot het verschaffen van informatie (...) Het verstrekken van informatie is immers belangrijk voor de consument om een geïnformeerd besluit te nemen over een bepaalde *aankoop* (curs. auteurs)’ (Kamerstukken II, 2006/07, 30 928, nr. 3, p. 16). Vgl. ook Verkade 2009, nr. 38: ‘Consumenten dienen – vóór het besluit ten aanzien van de transactie – uiteindelijke over alle essentiële informatie te beschikken.

<sup>17</sup> Art. 3 lid 1 Richtlijn OHP.

<sup>18</sup> Vgl. T. Wilhelmsson, *Misleading practices*, in: G. Howells, H.-W. Micklitz en T. Wilhelmsson (eds), *European Fair Trading Law, The Unfair Commercial Practices Directive*, Aldershot: Ashgate 2006, p.

dit verband moet volgens ons vooral gedacht worden aan de in art. 6:193h lid 2 sub d en sub e BW bedoelde (agressieve) handelspraktijken. Voorbeelden daarvan zijn de weigering van een installateur om bij beëindiging van de overeenkomst bepaalde (kopieën van) tekeningen en/of schema's af te geven, die de opvolgende installateur nodig heeft om de reparatie te kunnen vervolmaken of een nieuwe reparatie uit te voeren en het claimen van een niet overeengekomen boetesom wanneer de consument een overeenkomst met de handelaar wil beëindigen.<sup>19</sup>

6. Afgezien van de vraag of deze ruime interpretatie van het begrip handelspraktijk wel in overeenstemming is met de (ratio van de) wettelijke regeling, kan in de tweede plaats de vraag worden opgeworpen of *tijdens de looptijd* van een verhandelbaar *effect* - zoals de obligaties TRE II, welke overeenkomsten tot geldlening zijn<sup>20</sup> - in de verhouding tussen TRE II en haar obligatiehouders nog wel kan worden gesproken van een handelspraktijk. Zijn zodanige effecten namelijk (in de primaire markt) eenmaal uitgegeven, dan zijn ze vanaf dat moment vrij verhandelbaar en dan kunnen ze in principe door iedere willekeurige belegger (in de secundaire markt) worden gekocht. Dat betekent dat een uitgevende instelling als TRE II tijdens de looptijd van de obligatie steeds te maken kan hebben met verschillende wederpartijen. Hierdoor ligt het niet voor de hand om handelingen, (eventuele) omissies, gedragingen en informatieverstrekking van de uitgevende instelling die plaatsvinden na het moment van uitgifte en aanbieding van de obligaties, ten opzichte van haar (steeds wisselende samenstelling van) obligatiehouders nog langer aan te merken als handelspraktijk. Deze praktijken kunnen immers niet langer geacht worden *rechtstreeks* verband te houden 'met de verkoopbevordering, verkoop of levering' van obligaties (door de uitgevende instelling) aan consumenten.<sup>21</sup> Zou dit anders zijn en zou men de

---

152. Volgens Wilhelmsson kan het na totstandkoming van de overeenkomst verzwijgen van een (aan de consument toekomend) essentieel recht een misleidende omissie in de zin van art. 7 Richtlijn OHP opleveren.

<sup>19</sup> Zie voor deze voorbeelden eveneens Verkade 2009 nr. 58. Wat betreft de handelaar die in de uitoefening van zijn beroep of bedrijf optreedt als verzekeraar kan ook nog gewezen worden op de in art. 6:193i sub d BW bedoelde agressieve handelspraktijk.

<sup>20</sup> Uit r.o. 2.3 kan worden afgeleid dat de obligaties TRE II verhandelbaar zijn. Verder wordt op p. 48 van het 'prospectus' van TRE II (te vinden op [http://www.tre-investments.com/investeren\\_tre2.asp](http://www.tre-investments.com/investeren_tre2.asp)) uitdrukkelijk vermeld dat de obligaties overdraagbaar zijn (hetgeen een voorwaarde is voor verhandelbaarheid).

<sup>21</sup> Volledigheidshalve zij erop gewezen dat wij niet ter discussie stellen dat informatie die gedurende de aanbodfase in de primaire markt door de uitgevende instelling wordt verstrekt, in de secundaire markt een zekere nawerking kan hebben. Kopers in de secundaire markt kunnen dus eventueel wel met een

verhouding uitgevende instelling-obligatiehouders *tijdens de looptijd* van de obligatie wel willen aanmerken als handelspraktijk, dan treedt er een merkwaaardige discrepantie aan het licht ten opzichte van uitgevende instellingen die effecten uitgeven in de vorm van aandelen. Een aandeel is volgens de heersende leer immers een lidmaatschapsrecht<sup>22</sup> en – in tegenstelling tot een obligatie – geen contractueel recht.<sup>23</sup> Op basis van de redenering van de voorzieningenrechter in onderhavige uitspraak zou het daarom onmogelijk zijn om te spreken van een handelspraktijk indien aandelen worden aangeboden in plaats van obligaties.<sup>24</sup> Een dergelijke discrepantie is onverklaarbaar en is ons inziens ook niet beoogd.<sup>25</sup>

7. Daar komt nog een kanttekening bij. Zo rijst de vraag hoe de (door de voorzieningenrechter gesanctioneerde) praktijk van de AFM zich verhoudt tot de, op maximumharmonisatie gebaseerde, Europese Prospectusrichtlijn en Richtlijn Marktmissbruik.<sup>26</sup> De eerstgenoemde richtlijn harmoniseert de eisen voor het opstellen en de inhoud van prospectussen en bevat (geharmoniseerde) vrijstellingen van de prospectusplicht. Indien een uitgevende instelling zich kan beroepen op één van die vrijstellingen – hetgeen het geval lijkt te zijn voor de obligaties TRE II<sup>27</sup> – is het een toezichthouder niet toegestaan om alsnog informatieverplichtingen op te leggen die direct of indirect leiden tot het opleggen van een prospectusplicht. Relevant hierbij is

---

beroep op de Wet OHP ageren tegen informatie die is versterkt vóór het moment van uitgifte en aanbieding van de effecten.

<sup>22</sup> Van Schilfgaarde/Winter, *Van de BV en de NV*, 15<sup>e</sup> druk, Deventer 2009, p. 18-19. Om deze reden wordt, na de aandelenuitgifte, de verhouding uitgevende instelling-aandeelhouder beschouwd als lidmaatschapsverhouding.

<sup>23</sup> Overigens bestaat in de literatuur discussie over de vraag of de verhouding tussen uitgevende instelling en kopers van de obligatie in de secundaire markt wel als contractueel mag worden aangemerkt. J.J. Prinsen lijkt deze vraag positief te beantwoorden, zie zijn dissertatie *Converteerbare obligaties. Omzetting van schuld in eigen vermogen* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2004, p. 44-52. A.R.J. Croiset van Uchelen beantwoordt deze vraag negatief, zie zijn bijdrage 'Perikelen rond de obligatiehoudersvergadering en de rol van de trustee', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation* 2006-2007, p. 81-82.

<sup>24</sup> Vgl. (alinea 5 en 7 van) r.o. 2.3, alwaar wordt opgemerkt dat van een OHP sprake kan zijn 'tijdens de looptijd van (verhandelbaar) waardepapier dat recht geeft op een periodieke rente-uitkering gedurende de looptijd van de overeenkomst' en dat '[d]e ontbrekende informatie (...) in het onderhavige geval juist [ziet] op feiten en omstandigheden die zich hebben voorgedaan gedurende de looptijd van de overeenkomsten.'

<sup>25</sup> Opmerkelijk is overigens dat de in de Richtlijn OHP gebruikte passage 'besluit over een *transactie* (curs. auteurs)' in de Wet OHP, behoudens – voor zover wij hebben gezien – één uitzondering, telkens is geïmplementeerd als 'besluit over een *overeenkomst* (curs. auteurs)'. Wij laten de vraag rusten of die vertaling niet onbedoeld een ruimere reikwijdte lijkt te impliceren. Nog opmerkelijker is dat juist in art. 6:193d, lid 2 BW – het artikellid dat centraal staat in de onderhavige uitspraak en waar door de voorzieningenrechter naar wordt verwezen – wél de passage 'besluit over een transactie' voorkomt.

<sup>26</sup> Richtlijn 2003/71/EG, resp. Richtlijn 2003/6/EG.

<sup>27</sup> TRE II beroept zich op (de voorganger van) art. 5:3 lid 1, sub d Wft.

dat de Richtlijn OHP een voorrangsbepaling kent in geval van strijdigheid tussen de bepalingen van de Richtlijn OHP en andere communautaire voorschriften betreffende specifieke aspecten van oneerlijke handelspraktijken. Indien daarvan sprake is, prevaleren de laatstgenoemde bepalingen.<sup>28</sup> Nu deed zich een dergelijke (indirecte) prospectusplicht in de onderhavige uitspraak niet voor. Dit neemt niet weg dat de vergaande informatieplichten waaraan TRE II wordt onderworpen op z'n minst op gespannen voet staan met de (vrijstellingen uit) Prospectusrichtlijn.<sup>29</sup> Van zo'n vrijstelling blijft immers niet veel over als de uitgevende instelling na het moment van uitgifte met allerlei (extra) informatieplichten wordt geconfronteerd. De mogelijkheden voor de AFM om op basis van de Wet OHP (in verbinding met de Whc) informatieverplichtingen op te leggen bevinden zich derhalve op een glijdende schaal en zijn niet onbeperkt<sup>30</sup>, hoezeer wellicht ook toe te juichen valt dat de informatieverstrekking rondom bepaalde, thans vrijgestelde, aanbiedingen van effecten verbetert. Het hoogst haalbare lijkt dat de AFM bij dergelijke aanbiedingen toeziet op de eerlijkheid (lees: niet misleidendheid) van de door de uitgevende instelling (vrijwillig) verstrekte informatie. Ook de Richtlijn Marktmisbruik beperkt naar onze mening de mogelijkheden van de AFM om op basis van de Wet OHP handhavend op te treden. Deze richtlijn verplicht bepaalde – waaronder 'beursgenoteerde' – uitgevende instellingen van financiële instrumenten om, (te) kort gezegd, onverwijld koersgevoelige informatie openbaar te maken, tenzij gebruik kan worden gemaakt van een wettelijk ingekaderde mogelijkheid tot uitstel.<sup>31</sup> Een uitgevende instelling die zich met recht heeft beroepen op deze 'uitstelmogelijkheid', zou niet alsnog door de AFM op basis van de Wet OHP (in verbinding met de Whc) verplicht moeten kunnen worden tot publicatie van die informatie.

8. Het gevolg van deze praktijk van de AFM kan zijn dat (beweerdelijk) benadeelde particuliere beleggers op het idee komen om met een beroep op de Wet OHP ('beursgenoteerde') uitgevende instellingen aansprakelijk te stellen voor geleden koersverliezen wegens het publiceren van misleidende informatie of voor het achterhouden van bepaalde essentiële (lees: koersgevoelige) informatie. Dit is voor

---

<sup>28</sup> Art. 3 lid 4 Richtlijn OHP.

<sup>29</sup> Anders, zo lijkt: O.O. Cherednychenko/S.H. Kuijper 2008, paragraaf 5.4.

<sup>30</sup> Beperkter wellicht ook dan de bepaald omvangrijke hoeveelheid te publiceren informatie waartoe de aan TRE II opgelegde last strekte.

<sup>31</sup> Art. 5:25i lid 3 Wft.

hen bepaald aantrekkelijk, aangezien ze dan kunnen profiteren van de dubbele omkering van de bewijslast van art. 6:193j BW. Een beroep door beleggers op de wet OHP bij een vermeende schending van de plicht tot publicatie van koersgevoelige informatie,<sup>32</sup> zou (onder meer) betekenen dat het aan de uitgevende instelling is om te bewijzen dat informatie die niet (tijdig) is gepubliceerd, niet koersgevoelig was.<sup>33</sup> Daargelaten het feit dat een dergelijke benadering op gespannen voet staat met de zojuist genoemde Europese Richtlijn Marktmisbruik, is zij naar ons oordeel ook in strijd met de gedachte die uit het bekende Philips/VEB-arrest<sup>34</sup> spreekt. In dit arrest besliste de Hoge Raad dat bepaalde positieve mededelingen die Philips omtrent de gang van zaken in haar bedrijf en haar toekomst gedurende een half jaar had verspreid maar die geen verband hielden met enige aandelenuitgifte gedurende de litigieuze periode, geen mededelingen zijn ‘omtrent goederen of diensten’ die door Philips werden aangeboden in de zin van art. 6:194 (oud) BW.<sup>35</sup> Hierdoor was de wettelijke regeling Misleidende en vergelijkende reclame niet van toepassing. De beleggers moesten daarom op de reguliere onrechtmatige daad – zonder bewijslastomkering! – terugvallen. Wij menen dat dit oordeel van de Hoge Raad onder de Wet OHP nog steeds onverkort (overeenkomstig)<sup>36</sup> van toepassing is en zou moeten blijven.<sup>37</sup> Dit betekent dat beleggers die menen te zijn misleid door informatie verspreid door een (‘beursgenoteerde’) uitgevende instelling, deze uitgevende instelling in beginsel alleen aansprakelijk kunnen stellen op grond van art. 6:162 BW.<sup>38</sup> Slechts wanneer misleidende informatie is verstrekt rondom een uitgifte en aanbieding van effecten (bijvoorbeeld in de vorm van een onjuist en/of onvolledig prospectus), is sprake van

---

<sup>32</sup> Art. 5:25i jo. art. 5:53 Wft.

<sup>33</sup> Beleggers komen nu wellicht ook op het idee om met een beroep op de Wet OHP de uitgevende instelling aansprakelijk te stellen wegens het publiceren van misleidende verslaggeving. Zij zullen op de voet van art. 6:193j lid 1 dan betogen dat de uitgevende instelling moet bewijzen dat de litigieuze verslaggeving juist en volledig (en derhalve niet-misleidend) was. Een en ander lijkt in strijd met de richtlijn OHP, zie overweging 7 van de considerans van de Richtlijn OHP.

<sup>34</sup> HR 7 november 1997, *NJ* 1998, 268, m.nt. Maeijer.

<sup>35</sup> R.o. 3.5.

<sup>36</sup> ‘Overeenkomstig’, aangezien voor consumenten de Wet OHP in de plaats is getreden van de regeling Misleidende en vergelijkende reclame.

<sup>37</sup> Dat geldt naar onze mening evenzeer – waarbij men voor ‘mededeling’ moet lezen: ‘informatie’ – voor het betoog van de A-G, in zijn conclusie voor Philips/VEB, dat ‘een temporeel verband [moet] bestaan tussen de mededeling en het aanbieden’, hetgeen ‘betekent dat aanbieding en mededeling gelijktijdig, althans in dezelfde periode moeten vallen’ (conclusie A-G Mok, paragraaf 5.3.4).

<sup>38</sup> Of art. 2:139/2:249 BW, indien beleggers de bestuurders van een vennootschap wensen aan te spreken in geval van een misleidende voorstelling door een bekend gemaakte jaarrekening of tussentijdse cijfers.



een handelspraktijk in de zin van de Wet OHP en kunnen beleggers op grond van deze wet hiertegen ageren.<sup>39</sup>

9. Overigens willen wij in dit verband nog wijzen op het recente wetsvoorstel Wijzigingswet financiële markten 2010.<sup>40</sup> Hierin lijkt de toezichtbevoegdheid van de AFM uit hoofde van de Whc te worden uitgebreid.<sup>41</sup> Aan het eerdergenoemde art. 1:1, sub e, Whc wordt onder 1 de volgende zinsnede toegevoegd: ‘waarbij voor de toepassing van deze wet onder deze financiële diensten en activiteiten mede worden begrepen de overeenkomsten met betrekking tot een of meer financiële producten als bedoeld in artikel 1:1 van de [Wft] die rechtstreeks uit deze financiële diensten of activiteiten voortvloeien of daarvan het resultaat zijn’. Deze bepaling blinkt op zichzelf niet uit in duidelijkheid. Voor zover de wetgever met de voorgestelde wijziging beoogd heeft de in deze bijdrage bekritiseerde praktijk van de AFM van een (nadere) wettelijke basis te voorzien, moge het niet verbazen dat wij deze wijziging niet onderschrijven.

10. Wij verwachten dat de komende jaren de nodige jurisprudentie zal (moeten) worden gecreëerd om de precieze reikwijdte van de bepalingen van Afdeling 3.3.A van Boek 6 BW helder en inzichtelijk te maken. De ‘story’ is wat dat betreft nog niet ten einde. Wel moet naar onze mening de temporele reikwijdte van misleidende handelspraktijken die bestaan uit een misleidende omissie beperkter worden opgevat dan de voorzieningenrechter thans in TRE II/AFM heeft gedaan. Bij misleidende handelspraktijken bij aanbiedingen van obligaties (en andere effecten) kan van een ‘never ending story’ geen sprake te zijn.

-0-

---

<sup>39</sup> Hierover Pijls 2008., p. 343 e.v..

<sup>40</sup> *Kamerstukken II* 2008/09, 32 036, nr. 2, art. VI, onderdeel A.

<sup>41</sup> In de MvT wordt uitdrukkelijk niet gesproken van een ‘uitbreiding’. Aangezien onzekerheid kan bestaan over de reikwijdte van de toezichtbevoegdheden van de AFM uit hoofde van de Whc, wordt voorgesteld om de ‘Whc zodanig aan te passen dat over de toezichtbevoegdheid van de AFM geen misverstand kan bestaan’, aldus de MvT, *Kamerstukken II* 2008/09, 32 036, nr. 3, p. 34-35.