

I

PAO-Cursus

Radboud Universiteit Nijmegen &

The University of Curaçao

MASTERCLASS FINANCIËEL RECHT
“Prospectusplicht en -aansprakelijkheid”

Donderdag 13 maart 2014 – WTC, Curaçao

Mr. K. Frielink

17.45 – 20.00 uur

Hieronder volgt de toelichting bij de diverse sheets die onderdeel uitmaken van het cursusmateriaal. Op *Karel's Legal Blog* (<http://www.curacao-law.com>) wordt uitvoerig verhaald over het recht van de Nederlandse Cariben. Voor vragen en opmerkingen: Karel.Frielink@Spigtdc.com.

II

Het onderwerp prospectusaansprakelijkheid laat zich vanuit verschillende gezichtspunten belichten. Ik noem hier (i) het nationale aansprakelijkheidsrecht van Nederland, Curaçao en St. Maarten, en de BES eilanden, (ii) het internationale privaatrecht van de genoemde landen en (iii) internationale bevoegdheidsvragen. De eerste twee onderwerpen staan vandaag centraal, met her en der een zijstapje. Uitgangspunt vandaag is een NV die aandelen uitgeeft aan het publiek (de uitgevende instelling), hoewel een prospectus niet alleen in geval van een emissie verplicht is gesteld.

Voordat deze onderwerpen aan de orde komen wordt eerst stilgestaan bij de prospectusplicht in Nederland, Curaçao en St. Maarten, en de BES-eilanden (Bonaire, St. Eustatius en Saba). De onderlinge verschillen zijn namelijk groot.

PROSPECTUSPLICHT

III

Nederland

De wettelijke regeling in Nederland heeft een Europese oorsprong. Daarop zal hier niet worden ingegaan.¹ Hoofdstuk 5.1 van de Wet op het financieel toezicht (“**Wft**”) bevat de regels voor het aanbieden van effecten.

In artikel 5:2 Wft is vastgelegd:

“Het is verboden in Nederland effecten aan te bieden aan het publiek of effecten te doen toelaten tot de handel op een in Nederland gelegen of functionerende gereguleerde markt, tenzij ter zake van de aanbieding of de toelating een prospectus algemeen verkrijgbaar is dat is goedgekeurd door de Autoriteit Financiële Markten of door een toezichthoudende instantie van een andere lidstaat.”

Op deze prospectusplicht – een informatieplicht – bestaan uiteraard uitzonderingen. Een belangrijke uitzondering zit al in de omschrijving van het begrip “aanbieden aan het publiek”. Daarvan is alléén sprake als het aanbod (tot

¹ Zie de Prospectusrichtlijn (2003/71/EG) die op 31 december 2003 is gepubliceerd in het Publicatieblad van de Europese Unie (L345/64, 31.12.2003). Op 1 juli 2012 is een aantal wijzigingen in Nederland in werking getreden. Het gaat om wijzigingen als gevolg van de implementatie van de herziene Prospectusrichtlijn (Richtlijn 2010/73/EC), de Omnibus I richtlijn (Richtlijn 2010/78/EC) en om wijzigingen als gevolg van aanpassingen in de Prospectusverordening (Verordening (EG) nr. 809/2004) in 2012 (Gedelegeerde verordening 486/2012/UG en Gedelegeerde Verordening 826/2012/EU). De Prospectusverordening bevat regels voor het opstellen van een prospectus.

kopen of anderszins verkrijgen, of tot het doen van een aanbod) tot meer dan één persoon is gericht (art. 5:1 onder a Wft). De één-op-één situatie is dus uitgezonderd van de prospectusplicht. Bovendien geldt het verbod alleen voor het aanbieden² of de toelating “*in Nederland*”. Het “*aanbieden vanuit Nederland*” valt niet onder het verbod; doorgaans kennen andere landen zelf een verbod.

Van de overige uitzonderingen noem ik hier slechts het aanbieden van effecten aan uitsluitend gekwalificeerde beleggers, of aan een groep van minder dan 150 personen (niet zijnde gekwalificeerde beleggers), of wanneer de aangeboden effecten slechts kunnen worden verworven tegen een tegenwaarde van ten minste € 100.000 per belegger, of wanneer de nominale waarde per effect ten minste € 100.000 bedraagt (art. 5:3 lid 1 Wft).³

In artikel 5:21 Wft is bepaald dat de uitgevende instelling, aanbieder of aanvrager van toelating van effecten tot de handel op een gereguleerde markt het prospectus algemeen verkrijgbaar stelt.⁴ Hier is sprake van een verplichting van toezichtrechtelijke aard tot het algemeen verkrijgbaar stellen van een prospectus. Dat wil niet zeggen dat alleen deze partijen aansprakelijk kunnen zijn voor een misleidend prospectus.⁵

² Voor zover hier relevant wordt onder aanbieden verstaan: “*het in de uitoefening van een beroep of bedrijf rechtstreeks of middellijk doen van een voldoende bepaald voorstel tot het als wederpartij aangaan van een overeenkomst met een consument inzake een financieel product dat geen financieel instrument, premiepensioenvordering of verzekering is of het in de uitoefening van een beroep of bedrijf aangaan, beheren of uitvoeren van een dergelijke overeenkomst*” (art. 1:1 Wft). Er kan ook worden bemiddeld. Voor zover hier relevant wordt onder bemiddelen verstaan: “*alle werkzaamheden in de uitoefening van een beroep of bedrijf gericht op het als tussenpersoon tot stand brengen van een overeenkomst inzake een ander financieel product dan een financieel instrument, krediet, premiepensioenvordering of verzekering tussen een consument en een aanbieder*” (art. 1:1 Wft).

³ Zie verder over de uitzonderingen en vrijstellingen B. Bierman e.a. (red.), *Hoofdpijnen Wft*, Recht en praktijk, financieel recht deel 6, Deventer: Kluwer 2013, p. 354-357

⁴ In artikel 4:19 Wft is, kort gezegd, bepaald dat de door een financiële onderneming aan cliënten verstrekte of beschikbaar gestelde informatie, waaronder reclame-uitingen, ter zake van een financieel product, financiële dienst of nevendienst correct, duidelijk en niet misleidend is.

⁵ Zie de noot van J.W.P.M. van der Velden bij Rb Amsterdam 19 december 2012, *JOR* 2013, 103 inzake *Stichting Hulp Gedupeerden/Wijs & Van Oostveen*.

IV

Curaçao en Sint Maarten

De wettelijke regelingen in het kader van het financiële toezichtsrecht zijn in Curaçao en Sint Maarten materieel gelijk. Gemakshalve wordt hierna hoofdzakelijk over Curaçao gesproken.

In de toezichtswetten zelf zal men tevergeefs zoeken naar een prospectusplicht. De Landsverordening toezicht beleggingsinstellingen en administrateurs (“**Ltba**”) verbiedt in artikel 3 lid 1 eenieder om in of vanuit Curaçao, gelden of andere goederen ter deelneming in een beleggingsinstelling - waaraan geen vergunning is verleend door de Centrale Bank van Curaçao en Sint Maarten -, te vragen of te verkrijgen dan wel rechten van deelneming in een dergelijke beleggingsinstelling aan te bieden. De Centrale Bank kan vrijstelling van dit verbod verlenen (artikel 10 Ltba).

De Centrale Bank heeft in artikel 8 van de door haar uitgevaardigde *Directives on the Supervision of Investment Institutions and Administrators* een prospectus verplicht gesteld voor iedere aanbieding door een beleggingsinstelling en in Annex B daarvan opgesomd welke informatie in een dergelijk prospectus dient te worden opgenomen. De voornaamste eis daarbij is dat het prospectus de gegevens bevat die voor de beleggers noodzakelijk zijn om zich een verantwoord beeld over het aanbod te kunnen vormen.

Er geldt dus géén generieke prospectusplicht in Curaçao en St. Maarten. Voor het één-op-één aanbieden van effecten geldt dus (net als in Nederland) géén prospectusplicht, tenzij het – kort gezegd – zou gaan om het aanbieden van rechten van deelneming in een beleggingsinstelling.⁶ Als het aanbieden van

⁶ Wat betreft Nederland wordt er nog op gewezen dat in artikel 5:1a lid 2 Wft is vastgelegd dat hoofdstuk 5 Wft (regels voor het aanbieden van effecten) niet van toepassing is op het aanbieden aan het publiek of het

effecten vanuit Curaçao of St. Maarten plaatsvindt in landen waar een prospectus verplicht is gesteld, zal daar uiteraard rekening mee moeten worden gehouden. Bij het aanbieden van effecten via het internet zou dat makkelijk tot problemen aanleiding kunnen geven.⁷

Terzijde: dat geen generieke prospectusplicht bestaat betekent natuurlijk niet dat willekeurig effecten aan het publiek kunnen worden aangeboden. Artikel 45 van de Landsverordening toezicht bank- en kredietwezen (“**Ltbk**”) bijvoorbeeld, stelt dat het eenieder verboden is zich direct of indirect tot het publiek te wenden ter zake van het aantrekken van gelden tenzij het gaat om kredietinstellingen die zijn ingeschreven in het officiële register. Algemeen wordt aangenomen dat het aan het publiek aanbieden van obligaties / schuldbrieven (*bonds*) onder dit verbod valt. Het begrip “publiek” wordt dan bovendien heel ruim uitgelegd: iedereen behalve (geregistreerde) kredietinstellingen.

Dit verbod geldt niet voor het uitgeven van aandelen of het openstellen van commanditaire deelnemingen. Er wordt dan immers kapitaal aangetrokken en de kapitaalverschaffer komt niet in de positie van crediteur, maar in die van aandeelhouder respectievelijk stille vennoot.

doen toelaten tot de handel op een gereguleerde markt van: a. rechten van deelneming in een beleggingsinstelling die op verzoek van de houder ten laste van de activa direct of indirect worden ingekocht of terugbetaald; of b. rechten van deelneming in een instelling voor collectieve belegging in effecten, doorgaans afgekort als *icbe* (maatschappij voor collectieve belegging in effecten of fonds voor collectieve belegging in effecten).

⁷ Wanneer effecten langs elektronische weg worden aangeboden is de op 1 januari 2001 in werking getreden *Landsverordening overeenkomsten langs elektronische weg* (P.B. 2000, 168) van belang. Zodra sprake is van commerciële communicatie, zoals in deze wet gedefinieerd, moet aan bepaalde voorschriften worden voldaan. Het aanbieden en aanprijzen van effecten valt onder het begrip commerciële communicatie.

V

BES

In artikel 4:10 lid 1 van de Wet financiële markten BES (“Wfm BES”) is vastgelegd dat een beleggingsinstelling een prospectus beschikbaar moet hebben met betrekking tot de door haar aangeboden rechten van deelneming. De wet schrijft ook voor welke informatie in het prospectus moet zijn opgenomen (vgl. art. 5:4 Wfm BES) en dat het prospectus moet worden geactualiseerd, zodra daartoe aanleiding bestaat. Ik ga hier verder niet op in.⁸

De regeling van de prospectusplicht in de BES wijkt op diverse punten af van die in Nederland, maar hier wordt alleen één belangrijke afwijking vermeld. In artikel 5:19 lid 1 Wfm BES is een generieke prospectusplicht opgenomen:

“Het is verboden in de openbare lichamen buiten besloten kring effecten aan te bieden aan anderen dan professionele marktpartijen of effecten te doen toelaten tot de handel op een in de openbare lichamen gehouden effectenbeurs, tenzij ter zake van de aanbieding een prospectus algemeen verkrijgbaar is, dat is goedgekeurd door de Autoriteit Financiële Markten.”

In lid 2 is in twee uitzonderingen voorzien: wanneer het gaat om rechten van deelneming in een beleggingsinstelling (de wet bevat daarvoor immers een aparte regeling) én wanneer het gaat om categorieën effecten die zijn uitgezonderd bij ministeriële regeling. Blijkens de MvT kan worden gedacht aan aandelen of certificaten van aandelen die kosteloos of in de vorm van dividend worden aangeboden aan aandeelhouders, en aan effecten die door een aan de

⁸ Rechten van deelneming vallen in de categorie “financieel product”, net als bijvoorbeeld elektronisch geld, levensverzekering, krediet, betaal- en spaarrekeningen (art. 1:1 Wfm BES). Anders dan in Nederland (waar effecten via het begrip ‘financieel instrument’ onderdeel van de categorie ‘financieel product’ uitmaken) worden effecten in de BES niet als een financieel product aangemerkt. Een samenstel van effecten en een of meer financiële producten geldt overigens wel als een financieel product.

beurs genoteerde werkgever aan bestuurders, commissarissen of werknemers worden aangeboden. Een dergelijke regeling bestaat nog niet!

Daarnaast kan op grond van artikel 1:26 Wfm BES bij ministeriële regeling vrijstelling worden verleend van het prospectusvereiste. Te denken valt bijvoorbeeld aan het aanbieden van effecten aan een beperkte kring van beleggers, aanbiedingen van een beperkte omvang, of aanbiedingen waarbij de effecten een hoge nominale waarde hebben. Een dergelijke ministeriële regeling is er nog niet!

Buiten besloten kring (en de hierna te bespreken één-op-één situatie) mogen effecten alleen aan professionele marktpartijen worden aangeboden, tenzij sprake is van een door de AFM goedgekeurd prospectus. Op de beursnotering wordt hier niet ingegaan.

Het begrip “besloten kring” is in de BES-wetgeving niet nader omschreven. Het lijkt voor de hand hier aan te knopen bij de omschrijving van dit begrip in Nederland: nauwkeurig omschreven groep; geen eenvoudige toetreding en een bestaande rechtsbetrekking met de aanbieder.^{9 10}

⁹ De besloten kring wordt in artikel 1:1 Wft als volgt omschreven: “*een kring, bestaande uit personen of vennootschappen waarvan een persoon of vennootschap opvorderbare gelden ter beschikking verkrijgt, a. die nauwkeurig is omschreven; b. waarvan de toetredingscriteria vooraf zijn bepaald, toetsbaar zijn en niet resulteren in het op eenvoudige wijze toetreden van niet tot de kring behorende personen of vennootschappen; en c. waarbinnen degenen die er deel van uitmaken in een op het tijdstip van het verkrijgen van de opvorderbare gelden reeds bestaande rechtsbetrekking staan tot de persoon of vennootschap die de gelden ter beschikking verkrijgt, op grond waarvan zij redelijkerwijs op de hoogte kunnen zijn van diens financiële toestand*”. Blijkens de MvT moet de besloten kring al aanwezig zijn als de gelden worden aangetrokken en moet de juridische relatie al bestaan voordat het voornemen bestaat om gelden aan te trekken. Er mag geen sprake zijn van het construeren van een besloten kring. Volgens de MvT valt het aantrekken van gelden van slechts één (natuurlijke) persoon of vennootschap niet onder het ‘buiten een besloten kring’ aantrekken van gelden. Eén persoon kan nooit een kring vormen en valt dus buiten de reikwijdte van de Wft. Let wel: in Nederland ziet de besloten kring alleen op het aantrekken van opvorderbare gelden.

¹⁰ In de MvT bij de Wfm BES staat: “*Besloten kring dient in het kader van de onderhavige wet te worden uitgelegd in de context van de openbare lichamen, rekening houdend met de bevolkingsomvang en de sociale en maatschappelijke structuren op de eilanden. Het begrip heeft in die context een eigen betekenis, die mogelijk niet geheel overeenkomt met de definitie in de Wft. Opgemerkt zij overigens nog dat de definitie in de Wft alleen betrekking heeft op het aantrekken van opvorderbare gelden, en niet op het aanbieden van effecten.*”

Er bestaat voor het overige dus geen uitzondering van de prospectusplicht voor de aanbidding van effecten aan anderen dan de professionele marktpartijen. De professionele marktpartijen¹¹ staan limitatief in de wet opgesomd. Artikel 1:1 Wfm BES:

“professionele marktpartij: beleggingsinstelling, kredietinstelling, pensioenfonds, vermogensbeheerder, verzekeraar of andere bij of krachtens algemene maatregel van bestuur aangewezen partij”.

Er is géén AMvB die een andere partij als zodanig aanwijst, zoals in Nederland waar de categorie “professionele marktpartij” nader is gedefinieerd in artikel 3 Besluit definitiebepalingen Wft.¹²

Los van wat is gezegd over aanbieden aan professionele marktpartijen en binnen besloten kring, is op dit moment alléén de één-op-één situatie, waarbij sprake is van een partij die effecten wil aanbieden aan slechts één gegadigde, van de prospectusplicht uitgesloten. Voor zover hier relevant wordt namelijk onder ‘aanbieden’ verstaan: het in de uitoefening van een beroep of bedrijf rechtstreeks of middellijk doen van een voldoende bepaald, tot meer dan één persoon gericht voorstel tot het als wederpartij aangaan van een overeenkomst tot het kopen of anderszins verkrijgen van effecten dan wel een uitnodiging tot het doen van een aanbod op effecten (art. 1:1 Wfm BES).

¹¹ Volgens DNB is kenmerkend voor een professionele marktpartij dat deze in staat is zelfstandig financiële producten en diensten te beoordelen en daarover besluiten te nemen. Een professionele marktpartij moet zelf de risico's van financiële producten en diensten kunnen beoordelen. Bron: http://www.cn.dnb.nl/nl/toezicht/toezicht_kredietinstellingen/markttoegang

¹² Daaronder vallen onder meer rechtspersonen of vennootschappen waarvan het balanstotaal voorafgaand aan het ter beschikking stellen van de opvorderbare gelden € 500.000.000 of meer bedraagt; personen of vennootschappen met een netto eigen vermogen dat voorafgaand aan het ter beschikking stellen van de opvorderbare gelden € 10.000.000 of meer bedraagt en die ten minste gedurende twee aaneengesloten jaren voorafgaand aan het ter beschikking stellen van de opvorderbare gelden, gemiddeld twee keer per maand actief zijn geweest op de financiële markten; en rechtspersonen of vennootschappen die speciaal zijn opgericht voor het verrichten van transacties ter verkrijging van vorderingen die strekken tot zekerheid van aangeboden of aan te bieden effecten.

Een en ander betekent dus dat in de BES een veel ruimere prospectusplicht geldt dan in Nederland, in Curaçao en St. Maarten. En dat is een beetje gek.

AANSPRAKELIJKHEID NAAR NATIONAAL RECHT DE WETTELIJKE REGELINGEN

VI

Een prospectus is een aanbod, of een uitnodiging om een aanbod te doen, gericht tot het publiek of tot één (meer specifieke) groep geïnteresseerden. De gemiddelde burger heeft géén verstand van beleggen. De gemiddelde burger komt niet verder dan algemeen bekende noties, zoals: (i) aan het beleggen in effecten zijn risico's verbonden; (ii) koersen kunnen stijgen maar ook dalen en (iii) naarmate het voorgespiegelde rendement hoger is zijn de aan het beleggen verbonden risico's ook hoger.

Of laatstgenoemde notie bij iedereen even helder op het netvlies staat durf ik niet met zekerheid te zeggen. Mijn indruk is dat in de afgelopen decennia juist die (extreem) hoge rendementen die mensen dachten te kunnen behalen, hen onvoorzichtig heeft gemaakt. De honger naar rendement maakt blind; de stevige honger zelfs stekeblind. En wanneer beleggen - in ieder geval in de Westerse wereld - bijna een nationale sport is geworden, mag het grote aantal ongelukken niet echt verbazen.

En op deze ongelukken volgen niet zelden procedures. Als een gemiddelde belegger succes boekt roemt hij zijn eigen kwaliteiten, als hij verlies lijdt voelt hij zich belazerd en zoekt dan een zondebok. In de rechtspraak van met name de afgelopen dertig jaar is een keur aan gevallen te vinden.

Hoewel een prospectus op allerlei goederen kan zien, beperken wij ons tot effecten. Daar waar een prospectusplicht geldt bevat de wet gedetailleerde regels over de informatie die in een prospectus moet zijn opgenomen. Dit kan worden aangeduid als een informatieplicht. Tegenover een dergelijke plicht staat gewoonlijk de onderzoeksplicht van de andere partij. De vraag is of en in hoeverre op beleggers een onderzoeksplicht rust alvorens zij op basis van een prospectus besluiten om effecten te verwerven. Wellicht dat voor bepaalde professionele beleggers, of professionele adviseurs die door een belegger zijn ingeschakeld, een uitzondering moet worden gemaakt, maar ik zou willen aannemen dat op de gemiddelde belegger géén onderzoeksplicht rust waar het gaat om de juistheid, volledigheid en getrouwheid van een prospectus.

Zelfs als een belegger een berichtje in een krant zou hebben gelezen waarin vraagtekens worden geplaatst bij de euforie van een bepaald publiek aanbod en kritische opmerkingen over het prospectus worden gemaakt, dan nog zou ik menen dat niet licht tot een eigen onderzoeksplicht mag worden geconcludeerd. Gezien de regels die gelden rond het opstellen en goedkeuren van het prospectus,¹³ en de verplichting van de uitgevende instelling om wezenlijke onjuistheden en onvolledigheden die na de verspreiding blijken publiekelijk te corrigeren,¹⁴ waarna die – in de normale situatie – in het marktsentiment

¹³ Dat een prospectus moet zijn goedgekeurd (in Nederland en de BES-eilanden door de Autoriteit Financiële Markten, en in Curaçao en Sint Maarten door de gemeenschappelijke Centrale Bank van deze landen) biedt niet de garantie dat het prospectus niet misleidend is. De goedkeuring door de toezichthouder houdt dan ook geen garantie in. De goedkeuring is als een administratieve goedkeuring aan te merken, die bijdraagt aan een betere kwaliteit en meer uniformiteit van de prospectussen.

¹⁴ In de WOL-zaak overwoog de Hoge Raad (r.o. 4.25.4): “Indien bij het publiek waarop het prospectus zich richt, hoewel de daarin opgenomen informatie juist en volledig is, desondanks een onjuist beeld dan wel verwarring of onduidelijkheid heerst omtrent een onderwerp dat voor de beleggingsbeslissing van belang is, rust op de uitgevende instelling in beginsel niet de verplichting om zulks, bijvoorbeeld door het openbaar maken van een persbericht of andere mededeling, te corrigeren. Als uitgangspunt geldt immers dat een uitgevende instelling bij een beursintroduktie kan volstaan met het uitbrengen van het wettelijk voorgeschreven prospectus, waarin de (juiste en volledige) informatie is opgenomen die nodig is om de belegger in staat te stellen een verantwoorde beleggingsbeslissing te nemen. Zij hoeft dus in beginsel ook niet te reageren op berichten in de media waaruit blijkt dat een onjuist beeld dan wel verwarring of onduidelijkheid over een relevant onderwerp bestaat. Deze regel lijdt evenwel uitzondering indien het onjuiste beeld, dan wel de verwarring of onduidelijkheid, een voor potentiële beleggers relevante kwestie betreft en in het leven is geroepen door mededelingen van of namens de uitgevende instelling zelf of die aan haar kunnen worden toegerekend. In een dergelijk geval rust op de uitgevende instelling een uit het ongeschreven recht voortvloeiende verplichting om door het doen van een publieke mededeling in

verdisconteerd zullen worden, mag de belegger op dat marktsentiment blijven afgaan.

Het belangrijkste doel van een prospectus is om geïnteresseerde beleggers, en dat kunnen leken maar ook professionele beleggers zijn, van alle relevante informatie te voorzien, zodat deze beleggers in staat (zouden moeten kunnen) zijn om zich op een zinnige, goed geïnformeerde wijze een oordeel te kunnen vormen, op basis waarvan zij een beslissing kunnen nemen om effecten te kopen of op een emissie in te schrijven.¹⁵

Voor de gemiddelde burger is een prospectus echter een onleesbaar document. We komen nog over de zaak *World Online* te spreken, maar ik durf de stelling aan dat van de 12.000 beleggers van wie de belangen door de Vereniging van Effectenbezitters (VEB) werden behartigd, slechts een handjevol het prospectus daadwerkelijk heeft gelezen, en dat géén van de beleggers zijn beslissing om op deze emissie in te schrijven heeft gebaseerd op de inhoud van het prospectus.¹⁶ En ik durf ook de stelling aan dat minder dan 0,001% van alle beleggers (en dat zullen er wel enkele honderdduizenden zijn geweest) kan vertellen op grond van welke gebreken uiteindelijk door de Hoge Raad is geoordeeld dat *World Online* en de bij de beursgang betrokken banken onrechtmatig hebben gehandeld jegens beleggers.¹⁷ En verdedigbaar lijkt mij ook dat de gemiddelde belegger, als

aanvulling op het prospectus, zoals bijvoorbeeld een persbericht, opheldering te geven over de desbetreffende aangelegenheid.”

¹⁵ Waar het een beursnotering betreft (*Initial Public Offering*, of IPO) kan worden onderscheiden in een *primaire* IPO, waarbij nieuwe aandelen worden uitgegeven en in de notering worden opgenomen (denk hier aan verwatering), en een *secundaire* IPO, waarbij reeds bestaande aandelen (door de aandeelhouders en niet door de vennootschap) worden aangeboden die in de notering zullen worden opgenomen. Een combinatie is uiteraard ook mogelijk. Voorts moet worden bedacht dat een vennootschap waarvan de aandelen reeds ter beurse zijn genoteerd, een nieuwe emissie kan doen (een *Secondary Public Offering* of beter: *Follow-on Public Offering*), waarbij ook een combinatie van nieuwe en bestaande aandelen kan worden aangeboden.

¹⁶ In België is een jaar of acht geleden onderzoek gedaan, waaruit bleek dat 81% van de particuliere (dus niet-professionele) beleggers een prospectus niet leest, of soms maar een klein deel daarvan. Mijn indruk is dat het percentage ‘in werkelijkheid’ hoger is, nog los van de vraag of ‘lezen’ ook ‘begrijpen’ en ‘kunnen beoordelen’ inhoudt.

¹⁷ Na de IPO bleek dat topvrouw Nina Brink (door middel van een door haar gecontroleerde rechtspersoon) enkele weken voor de beursgang haar aandelen (het ging om 15 miljoen stuks) had verkocht voor 6 euro (de introductiekoers was 43 euro). De doorsnee belegger was hiervan niet op de hoogte. De verkoop stond

het prospectus niet misleidend zou zijn geweest, waarschijnlijk ook op de emissie had ingeschreven.

Toch bevatten de jurisdicties die wij vandaag bespreken regels inzake de aansprakelijkheid voor een misleidend prospectus.¹⁸ Die regelingen beogen bescherming te bieden aan beleggers, ook al hebben zij zich bij hun beslissing om effecten te verwerven niet direct door een prospectus laten leiden. Zij hebben zich laten leiden door het marktsentiment, en op dat sentiment heeft een prospectus (en de daarbuiten gedane mededelingen) doorgaans invloed. We gaan nu eerst de diverse wettelijke regelingen bespreken.

VII

Nederland

In Nederland bestaat er, zoals professor Timmerman¹⁹ dat noemt, een tweesporig prospectusaansprakelijkheidsrecht. Het gaat om twee regelingen die het algemene leerstuk onrechtmatige daad (art. 6:162 BW-NL) aanvullen:

- A. de regeling inzake misleidende en vergelijkende reclame (artt. 6:194 – 6:196 BW-NL) en
- B. de regeling inzake oneerlijke handelspraktijken (artt. 6:193a – 6:193j BW-NL)²⁰

tamelijk cryptisch in het prospectus vermeld en dan ook nog zonder vermelding van de verkoopprijs. Vlak voor de IPO liet Nina Brink nog in de media weten: “*I didn’t sell any shares at this time*”.

¹⁸ Een specifieke wettelijke regeling is in Nederland in 1928 in het Wetboek van Koophandel opgenomen.

¹⁹ 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), Deventer: Kluwer 2013, p. 703.

²⁰ De Wet oneerlijke handelspraktijken is op 15 oktober 2008 in werking getreden (Stb. 2008, 397 en 398). De wet implementeert Richtlijn nr. 2005/29/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie betreffende oneerlijke handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten op de interne markt (PbEU 2005, L 149). In de periode daarvoor vormden de artikelen 6:194 en 6:195 (oud) BW-NL met betrekking tot misleidende reclame de grondslag voor prospectusaansprakelijkheid.

A. Misleidende en vergelijkende reclame

Artikel 6:194 lid 1 BW-NL:

“Hij die omtrent goederen of diensten die door hem of degene ten behoeve van wie hij handelt in de uitoefening van een beroep of bedrijf worden aangeboden, een mededeling openbaar maakt of laat openbaar maken, handelt onrechtmatig jegens een ander die handelt in de uitoefening van zijn bedrijf, indien deze mededeling in een of meer opzichten misleidend is (...)”

De regeling inzake misleidende en vergelijkende reclame is, voor zover voor het onderwerp van vandaag van belang, gericht op een prospectus dat is uitgebracht door bijvoorbeeld een uitgevende instelling (emittent) en/of een bank die als lead manager bij een emissie optreedt. De mededeling die openbaar is gemaakt (het prospectus) moet zijn gericht tot een persoon die handelt in de uitoefening van zijn bedrijf (B2B). Het betreft hier dus iemand die professioneel (dat wil zeggen bedrijfsmatig) handelt, maar dat wil niet zeggen dat het om een professionele belegger gaat!²¹

In artikel 6:195 lid 1 BW-NL is een omkering van de bewijslast vastgelegd ten aanzien van de juistheid van het prospectus en de toerekenbaarheid. Degene die meent dat hij is misleid hoeft de misleiding dus niet te bewijzen. Ik kom hierop bij de wettelijke regeling van Curaçao en St. Maarten nog kort op terug.

B. Oneerlijke handelspraktijken

De regeling inzake oneerlijke handelspraktijken – die pas sinds 15 oktober 2008 bestaat – ziet op een prospectus dat door een bijvoorbeeld een uitgevende instelling of lead manager (de wet heeft het over een handelaar) is verspreid

²¹ Denkbaar is dat een concurrerende aanbieder op deze grondslag een procedure tegen zijn concurrent begint als het prospectus van die concurrent misleidend is.

onder consumenten. Een consument is een natuurlijke persoon die niet handelt in de uitoefening van een beroep of bedrijf (art. 6:193a lid 1 onder a BW-NL).

Een handelaar handelt onrechtmatig jegens een consument indien hij een handelspraktijk verricht die oneerlijk is. Een handelspraktijk is in het bijzonder oneerlijk indien een handelaar zich schuldig maakt aan een misleidende handelspraktijk die er in bestaat dat 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 (artt. 6:193b - 6:193c BW-NL).

Een handelspraktijk is bovendien misleidend indien er sprake is van een misleidende omissie. Een misleidende omissie is iedere handelspraktijk waarbij essentiële informatie welke de gemiddelde consument²² 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 BW-NL). De informatie genoemd in artikel 5:13 Wft, welk artikel ziet op in een prospectus op te nemen informatie, is in ieder geval essentieel in de hier bedoelde zin (art. 6:193f BW-NL). Ontbreekt in het prospectus derhalve informatie die op grond van de wet daarin moet zijn opgenomen, dan is sprake van een misleidende omissie.

Artikel 6:193j BW-NL voorziet in een omkering van de bewijslast *“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”*. Daar beslist de rechter over. De omkering komt dan hierop neer, dat

²² J.W.P.M. van der Velden in zijn noot bij Rb Amsterdam 19 december 2012, *JOR* 2013, 103 inzake *Stichting Hulp Gedupeerden/Wijs & Van Oostveen* merkt op: “De gemiddelde consument is een geobjectiveerd begrip, dat ertoe dient vast te kunnen stellen of een handelspraktijk misleidend is (art. 6:193c e.v. BW). Is de handelspraktijk misleidend, dan is dat onrechtmatig jegens consumenten (art. 6:193b BW). Of een concrete consument gemiddeld geïnformeerd, omzichtig en oplettend is (en aldus past in de maatmancategorie), is niet relevant voor de vraag of een handelspraktijk misleidend is als bedoeld in art. 6:193c e.v. BW. De handelspraktijk is evengoed onrechtmatig jegens bovengemiddeld geïnformeerde consumenten. De vraag of deze persoon in concreto gemiddeld geïnformeerd, omzichtig en oplettend is, speelt uiteraard wel een rol voor de causaliteit en de eigen schuld.”

ingeval de consument stelt en enigszins aannemelijk kan maken dat en waarom een prospectus misleidend is, op de uitgevende instelling (of de bank) de bewijslast rust van de materiële juistheid en volledigheid van het prospectus, waarbij de schuld van de uitgevende instelling (of bank) behoudens tegenbewijs wordt verondersteld. Slaagt de uitgevende instelling (of bank) niet in dat bewijs, dan staat vast dat het prospectus misleidend is. De consument moet in dat geval het causale verband tussen deze misleidendheid en zijn schade bewijzen. Aan de hand van het WOL-arrest, waarin de Hoge Raad de consument een handje helpt, kom ik daarop later terug.

VIII

Curaçao en St. Maarten

Prospectusaansprakelijkheid valt in Curaçao (en St. Maarten) onder het leerstuk misleidende reclame en is te vinden in de artikelen 6:194 e.v. BW. Het is een species van de onrechtmatige daad. In Nederland geldt de vergelijkbare regeling alleen nog maar voor de B2B categorie, maar in Curaçao (en St. Maarten) geldt deze regeling ook voor consumenten.

En hoewel er dus naar lokaal recht maar een beperkte prospectusplicht geldt, kan er reden zijn om ook in andere gevallen een prospectus uit te geven, bijvoorbeeld wanneer dat wordt verspreid in één of meer andere jurisdicties waar wél een prospectusplicht geldt (denk in dat verband ook aan Nederland en de BES-eilanden).

Staat het misleidende karakter van de mededeling vast, dan is daarmee automatisch de onrechtmatigheid gegeven. Een beoordeling of de belegger daadwerkelijk is misleid is – anders dan normaal gesproken het geval zou zijn – niet nodig om tot het oordeel te komen dat sprake is van onrechtmatigheid. De

taak van de rechter is bij toepassing van dit artikel beperkt tot het vaststellen van de feiten en de beoordeling van de gevolgen van de onrechtmatige daad.

Naast het prospectus kunnen ook andere mededelingen tot aansprakelijkheid leiden, bijvoorbeeld mededelingen in advertenties, brochures, interviews of gedaan tijdens een roadshow. Op degene die mededelingen als bedoeld in dit artikel openbaar maakt rust een onderzoeksplicht (*due diligence*) met betrekking tot de juistheid en volledigheid van de openbaar gemaakte informatie. Zonder een dergelijk onderzoek lijkt ieder beroep op disculpatie welhaast onmogelijk.

Ten gunste van de benadeelden bevat artikel 6:195 BW een tweetal bewijsrechtelijke regels. Indien de vordering op grond van artikel 6:194 BW wordt ingesteld tegen iemand die de inhoud en inkleding van de mededeling (het prospectus) geheel of ten deze zelf heeft bepaald of doen bepalen, dan rust op hem de bewijslast ter zake van de juistheid of volledigheid van de feiten die in de mededeling zijn vervat of daardoor worden gesuggereerd en waarop het beweerde misleidende karakter van de mededeling berust, behoudens voor zover deze bewijslastverdeling onredelijk is.

Deze bewijsvermoedens zien alleen op de materiële juistheid en volledigheid van het prospectus (en de overige informatie die wordt verstrekt) en ten aanzien van de toerekenbaarheid van het onrechtmatig handelen. Dit moet niet worden verward met de omkering van de bewijslast waar het gaat om het *condicio sine qua non*-verband, waarover we het straks in het kader van de WOL-zaak gaan hebben (het gaat dan om het geval dat een belegger aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag legt dat hij bij juiste en volledige informatie zou hebben afgezien van de transactie).

IX

BES

Prospectusaansprakelijkheid valt op de BES-eilanden, net als in Curaçao en St. Maarten onder het leerstuk misleidende reclame en is te vinden in de artikelen 6:194 e.v. BW-BES.

AANSPRAKELIJKHEID NAAR NATIONAAL RECHT JURISPRUDENTIE EN LITERATUUR

X

Ik kom nu toe aan enkele onderwerpen waarover in alle jurisdicties hetzelfde kan en, gezien de Hoge Raad als ultieme rechter van al deze jurisdicties, ook hetzelfde moet worden gedacht. Het ongetwijfeld belangrijkste arrest inzake prospectusaansprakelijkheid is dat inzake World Online (WOL) van 27 november 2009. Aansprakelijkheid voor misleidende mededelingen in het prospectus wordt in deze zaak nog beoordeeld aan de hand van artikel 6:194 (oud) BW-NL, waarbij niet van belang is of degene tot wie die zich richt al dan niet beroepsmatig handelt.

Geobjectiveerde misleiding

Bij prospectusaansprakelijkheid gaat het om een tekortkoming in de verplichting om informatie te verschaffen die een getrouw beeld geeft. Normaal gesproken moet degene die een ander een schending van zijn informatieplicht verwijt het volgende bewijzen:

- A. dat de verstrekte informatie onjuist, onvolledig en/of misleidend is (objectief; het gaat om de normschending ofwel de onrechtmatigheid van de gedraging); het gaat er dus niet om hoe de belegger deze informatie heeft 'ervaren' (dit wijkt dus af van de 'normale' beoordeling bij de vraag of sprake is van onrechtmatigheid);
- B. dat de informatieverschaffer hiervan op de hoogte was of had moeten zijn (subjectief; hier gaat het om de verwijtbaarheid) en
- C. dat er een oorzakelijk (causaal) verband bestaat tussen de gebrekkige informatieverstrekking en de beleggingsbeslissing.

Wat punt A betreft bevatten de diverse wettelijke regelingen bepalingen van bewijsrechtelijke aard die de belegger een handje helpen. In de WOL-zaak heeft de Hoge Raad nog een keer bevestigd dat bij de beantwoording van de vraag of een prospectus misleidend is (in de zin van art. 6:194 BW-NL), 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”*. De Hoge Raad (r.o. 4.10.3) vervolgt: *“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).”*

Niet elke onjuistheid in een prospectus is misleidend (onrechtmatig). Bij de beantwoording van de vraag of daarvan sprake is moet worden uitgegaan van de maatman-belegger (soms ook wel aangeduid als *bonus pater familias*). De Hoge Raad (r.o. 4.10.4): *“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 economische gedrag van de 'maatman-belegger' kan beïnvloeden.”

Niet is vereist, aldus de Hoge Raad, dat de belegger het prospectus daadwerkelijk heeft gelezen of daardoor is beïnvloed bij zijn beleggingsbeslissing. De vraag is of de onjuistheid of onvolledigheid van de mededeling van voldoende materieel belang is om de 'maatman-belegger' te kunnen misleiden. Het gaat dus om een geobjectiveerde misleiding. Een vraag overigens die door de rechter moet worden beantwoord. De rechter moet zich dus in de maatman-belegger trachten te verplaatsen.

XI

Causaliteit

Als de rechter vaststelt dat de maatman-belegger is misleid en dat de uitgevende instelling onrechtmatig heeft gehandeld, wil dat nog niet zeggen dat de uitgevende instelling jegens de beleggers tot schadevergoeding verplicht is. Er moet immers (zie punt C) nog worden vastgesteld of er een causaal verband bestaat tussen de gebrekkige informatieverstrekking en de beleggingsbeslissing van de belegger. In dat verband komt de vraag aan de orde of de belegger bij zijn beleggingsbeslissing daadwerkelijk door de misleidende mededeling is beïnvloed en als gevolg daarvan schade heeft geleden.

Als hoofdregel van het burgerlijk procesrecht geldt in alle hier genoemde landen dat degene die stelt ook moet bewijzen. Die bewijslast betreft ook het causale verband tussen enerzijds de verweten gedraging (de onrechtmatige daad) en anderzijds de gestelde schade. Die schade zal doorgaans bestaan uit een verlies als gevolg van een koersdaling in de periode nadat de aandelen door de belegger zijn verworven.

In de WOL-zaak heeft de Hoge Raad zich ook uitgelaten over het causaal verband tussen enerzijds de misleidende mededelingen (in het prospectus en daarbuiten) en anderzijds de beleggingsbeslissing van de belegger (ook wel aangeduid als het *condicio sine qua non*-verband, of *csqn*-verband). Of een *csqn*-verband bestaat kan – theoretisch gezien – niet met absolute zekerheid worden vastgesteld. Het komt uiteindelijk aan op de overtuiging van de rechters die de zaak beslissen: of zij het (hoogst)waarschijnlijk achten dat het verband bestaat.

De Hoge Raad constateert dat de toepassing van de normale regels inzake stelplicht en bewijslast problematisch kan zijn. De Hoge Raad (r.o. 4.11.1): *“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 misleidende 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.”*

In het gros van de gevallen is het prospectus niet gelezen, laat staan begrepen. Beleggingsbeslissingen van gemiddelde burgers worden (uitsluitend) genomen op basis van marktsentimenten²³ en adviezen van account managers of beleggingsanalisten.²⁴ De vraag in hoeverre de inhoud van het prospectus van invloed is op dergelijke sentimenten en adviezen is moeilijk te beantwoorden.

²³ In Duitsland is deze ‘Anlagestimmung’ door het Bundesgerichtshof aanvaard in de zaak *Beton- und Monierbau AG* van 12 juli 1982. Zie T.M.C. Arons, *Cross-border Enforcement of Listed Companies’ Duties to Inform*, Deventer: Kluwer 2012, p 144 en 155.

²⁴ De vraag naar de mogelijke aansprakelijkheid van beleggingsanalisten wordt hier niet behandeld. Er wordt slechts verwezen naar de wat oudere uitspraken van de Klachtencommissie DSI 7 augustus 2002, *JOR* 2003, 64 en 20 september 2002, *JOR* 2003, 65 m.nt. K. Frielink en in het bijzonder naar T.M.C. Arons, ‘Aansprakelijkheid van financieel analisten’, in: D. Busch e.a. (red.), *Aansprakelijkheid in de financiële sector* (Serie Onderneming & Recht Deel 78), Deventer: Kluwer 2013, p. 773-832. Interessant is natuurlijk de vraag naar het causale verband wanneer een analistenrapport is gebaseerd op een misleidend prospectus.

Toen internet een hype werd wilde nagenoeg iedereen in de ‘nieuwe economie’ beleggen; de verwachtingen waren alom hoog gespannen. Tegen het idee dat de bomen tot in de hemel groeien is geen kruid gewassen,²⁵ waarschijnlijk ook niet een prospectus dat niet misleidend is.

Maar in de Prospectusrichtlijn is nu eenmaal vastgelegd dat het nationale recht effectieve rechtsbescherming moet bieden. Er moet iemand effectief (dus zonder al te grote hobbels) aansprakelijk kunnen worden gehouden voor een misleidend prospectus. De Hoge Raad (r.o. 4.11.2) heeft daarom bepaald: *“Met het oog op die effectieve rechtsbescherming en gelet op de met de prospectusvoorschriften beoogde bescherming van (potentiële) beleggers tegen misleidende mededelingen in het prospectus, zal tot uitgangspunt mogen dienen dat condicio sine qua non-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aanwezig is.”*

De Hoge Raad heeft het over een uitgangspunt: in feite gaat het dan om een weerlegbaar vermoeden, ofwel om omkering van de bewijslast.²⁶ Voor deze keuze is ook wel wat te zeggen. Het prospectus, inclusief de misleidende informatie daarin (en/of nadien verstrekt), heeft invloed op het marktsentiment. Er ontstaat een zeker klimaat met bijbehorende verwachtingen bij de beleggers die van invloed is op hun beslissing om effecten te verwerven. De uitgevende instelling is primair verantwoordelijk voor het verschaffen van de informatie die

²⁵ NRC Handelsblad 22 juli 2000: *“World Online had alle ingrediënten om, zoals dat in de beursfolklore heet, een uitlaande brand te worden met koersen die door het dak gaan.”*

²⁶ In België is in artikel 61 §2 van de Prospectuswet 2006 bepaald: *“Het nadeel dat de belegger wordt berokkend, wordt, behoudens tegenbewijs, geacht het gevolg te zijn van het ontbreken van of het misleidende of onjuiste karakter van de informatie in het prospectus en de eventuele aanvullingen hierop, indien het ontbreken van deze informatie of het misleidende of onjuiste karakter ervan, van die aard is dat een positief klimaat op de markt kon worden gecreëerd of de aankoopprijs van de beleggingsinstrumenten positief kon worden beïnvloed.”* (onderstreping toegevoegd –KF). Artikel 61 Prospectuswet 2006 bepaalt in §1 dat in het prospectus expliciet vermeld moet worden wie voor het integrale prospectus en de eventuele aanvullingen ervan verantwoordelijk is. Alleen de uitgevende instelling, haar leidinggevende, toezichthoudende of bestuursorganen, de aanbieder, de aanvrager van de toelating tot de verhandeling en de garant kunnen deze verantwoordelijkheid op zich nemen. Dat betekent dat alleen deze personen uit hoofde van de Prospectuswet aansprakelijk kunnen worden gesteld. In alle andere gevallen moet men op het gemene aansprakelijkheidsrecht terugvallen. Als alleen de uitgevende instelling de prospectusaansprakelijkheid op zich heeft genomen, dan kunnen de anderen die men zou willen aanspreken alleen op grond van het gemene recht worden aangesproken.

voor genoemd marktsentiment van belang is. De vraag of de markt al dan niet efficiënt werkt, en dus of de te verwachten koers(ontwikkeling) van de betreffende effecten een correcte weerspiegeling is van de op dat moment in de markt beschikbare informatie over die effecten, lijkt mij eerder in de risicosfeer van de uitgevende instelling dan in die van de beleggers te liggen, zeker ingeval het prospectus op wezenlijke punten misleidend blijkt te zijn. De gedachte die de Hoge Raad lijkt te volgen, dat beleggers eerder op het sentiment in de markt dan op het prospectus afgaan, lijkt mij juist.

De aanwezigheid van een csqn-verband zal niet hoeven worden aangenomen als, bijvoorbeeld, de beleggingsbeslissing al was genomen voordat de misleidende mededeling (het prospectus) openbaar werd gemaakt. Wellicht geldt dit voor (enkelen van) degenen aan wie door World Online in 2000 tum-tummetjes werden uitgedeeld: voor zakelijke relaties van WOL, bevriende relaties van topvrouw Nina Brink en familieleden waren aandelen WOL gereserveerd die zij met voorrang konden kopen.

Bij de vraag of de rechter tot uitgangspunt zal nemen dat het csqn-verband aanwezig is, speelt de kennis en ervaring van de betrokken belegger ook een rol. Gaat het om een belegger die over in dit verband relevante kennis en ervaring beschikt, en dus als een professionele belegger kan worden aangemerkt, dan kan er aanleiding bestaan om uit te gaan van de gewone regels van bewijsrecht. Dat zal mede afhangen van de inschatting die de rechter maakt over de vraag of een dergelijke belegger bij zijn beleggingsbeslissing door het (misleidende) prospectus is beïnvloed. Wanneer een gewone belegger zich door een terzake professionele adviseur heeft laten bijstaan kan dit ook spelen.

Ingeval een belegger heeft ingeschreven op een emissie en effecten heeft verworven, terwijl nadien blijkt dat het prospectus misleidend was, dan kan de belegger zijn effecten direct verkopen in het kader van zijn verplichting zijn schade zoveel mogelijk te beperken, tenzij de koers direct naar nihil keldert. Als

de belegger zijn effecten verkoopt is zijn schade gefixeerd en is die aan te merken als schade die rechtstreeks voortvloeit uit het misleidende karakter van het prospectus. De belegger kan er ook voor kiezen om zijn effecten te behouden, bijvoorbeeld omdat hij verwacht dat de koers zich op termijn zal herstellen, of zelfs meer dan dat. Maar de koers kan op een later moment om allerlei redenen verder dalen. De vraag daarbij is op welk moment en in hoeverre het csqn-verband wordt doorbroken? De 'extra' schade die ontstaat doordat de belegger zijn effecten niet heeft verkocht staat niet in oorzakelijk verband tot het misleidende prospectus en kan dus niet op de uitgevende instelling (of de bank) worden verhaald.

Met de vernietiging van het arrest van het Hof op dat punt, heeft de Hoge Raad in de WOL-zaak voor recht verklaard (i) dat World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs, door in het prospectus niet de prijs te vermelden waarvoor de Kalexer-aandelen eind december 1999 zijn verkocht, onrechtmatig hebben gehandeld 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 en (ii) dat ABN AMRO door het tot stand brengen van een misleidende openingskoers onrechtmatig heeft gehandeld tegenover de beleggers die aandelen World Online hebben gekocht op 17 maart 2000 dan wel die op basis van de misleidende openingskoers van 17 maart 2000 hun aandelen in de periode van 17 maart tot en met 3 april 2000 niet hebben verkocht.

Beleggers die na 3 april 2000 aandelen hebben gekocht waren bekend met de discussie over het mogelijk misleidende karakter van het prospectus en met de inmiddels ingetreden koersval. Aan hen komt dan niet een beroep op het leerstuk prospectusaansprakelijkheid toe. Het csqn-verband ontbreekt bij hen.

XII

*Bestuurder uitgevende instelling*²⁷

In mijn noot onder het WOL-arrest heb ik gesteld dat de bestuursvoorzitter van een effectenuitgevende instelling qualitate qua, dus per definitie, (mede) verantwoordelijk is voor het prospectus,²⁸ hetgeen niet – en zeker niet zonder meer – betekent dat die bestuursvoorzitter ook persoonlijk aansprakelijk is voor een misleidend prospectus. Of in een concreet geval sprake is van persoonlijke aansprakelijkheid van een bestuurder jegens derden zal aan de hand van de regels van de “gewone” onrechtmatige daad moeten worden beoordeeld en daarvan zal dus niet snel sprake zijn, zo heb ik betoogd.²⁹ Dat sluit aan bij de in de literatuur verdedigde zienswijze dat een bestuurder niet behoort tot de in artikel 6:194 BW bedoelde personen die een mededeling openbaar maken of openbaar laten maken.³⁰

Prof. Timmerman³¹ wijst er in navolging van anderen op dat er naar Nederlands recht nog een addertje onder het gras kan zitten. In artikel 6:193a lid 1 onder b BW-NL is namelijk met een ‘handelaar’ (waaronder een uitgevende instelling)

²⁷ Zie over dit onderwerp nader C.W.M. Lieverse en M.H.C. Sinninghe Damsté, ‘Aansprakelijkheid van bestuurders voor schending van financiëletoezichtswetgeving’, in: D. Busch e.a. (red.), *Aansprakelijkheid in de financiële sector* (Serie Onderneming & Recht Deel 78), Deventer: Kluwer 2013, p. 663-710.

²⁸ Artikel 5:13 lid 3 Wft bepaalt: “*Het prospectus vermeldt of de verantwoordelijkheid voor de in een prospectus verstrekte informatie berust bij de uitgevende instelling, haar leidinggevend of toezichhoudend orgaan of het bestuur, de aanbieder, de aanvrager van de toelating tot de handel op een gereguleerde markt of de garant.*” Dit lid is op 1 juli 2012 toegevoegd. Blijkens de MvT (*Kamerstukken II*, 2011-2012, 33 023, nr. 3, p. 9) moet uit het prospectus blijken welke persoon voor de gehele inhoud van het prospectus verantwoordelijkheid neemt. Dit kunnen meerdere personen zijn, echter, ten minste één van de personen genoemd in dit artikel moet voor de gehele inhoud verantwoordelijk zijn. Nationaal recht bepaalt vervolgens welke persoon aansprakelijk is in het geval dat een prospectus misleidend blijkt te zijn.

²⁹ Terzijde wijs ik er op dat de Wft allerlei regels bevat die voor iedereen gelden, zoals het verbod op marktmanipulatie (art. 5:58 Wft), het verbod op handelen met voorkennis (art. 5:56 Wft) en het niet voldoen aan de meldplicht van artikel 5:48 Wft. Daarbij gaat het niet om bestuurdersaansprakelijkheid.

³⁰ C.W.M. Lieverse en M.H.C. Sinninghe Damsté, ‘Aansprakelijkheid van bestuurders voor schending van financiëletoezichtswetgeving’, in: D. Busch e.a. (red.), *Aansprakelijkheid in de financiële sector* (Serie Onderneming & Recht Deel 78), Deventer: Kluwer 2013, p. 680.

³¹ 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), Deventer: Kluwer 2013, p. 707.

gelijkgesteld “*degene die ten behoeve van hem handelt*”. De bestuurder van de uitgevende instelling handelt ten behoeve van de uitgevende instelling. Naar de letterlijke tekst van de wet zou een consument een actie op grond van het leerstuk prospectusaansprakelijkheid ook tegen de verantwoordelijke bestuurder kunnen instellen. Daarmee zou de drempel voor aansprakelijkheid lager kunnen komen te liggen dan in het vennootschapsrecht: daar geldt immers voor persoonlijke aansprakelijkheid dat de bestuurder een ernstig verwijt moet kunnen worden gemaakt.³²

Ik vraag mij af of dit risico reëel is. De uitgevende instelling laat het prospectus verspreiden. Dat gebeurt onder verantwoordelijkheid van het bestuur, zoals ook het prospectus (formeel) onder verantwoordelijkheid van het bestuur is opgesteld, even los van de vraag in welke mate individuele bestuurders daarbij waren betrokken. Als een bank als lead manager de verspreiding van het prospectus verzorgt geldt hetzelfde: dat gebeurt (uiteindelijk) onder verantwoordelijkheid van het bestuur van de bank, ook als de bestuurders van de bank niet bij de samenstelling en inkleding van het prospectus waren betrokken.

Maar kan van deze bestuurders – die functionele verantwoordelijkheid dragen – worden gezegd dat zij ‘handelen’ als bedoeld in de afdeling ‘Oneerlijke handelspraktijken’ van Boek 6 BW-NL? En hoe zit het dan met de medewerkers van de uitgevende instelling en van de bank die de opdracht (en daarin besloten liggende volmacht) krijgen om het prospectus te verspreiden? En hoe zit het met de beleggingsanalisten die in dienst van de bank zijn en die dus tegen betaling analyses maken? Dergelijke analyses kunnen hun cliënten, of indien gepubliceerd, de markt sterk beïnvloeden. In de terminologie van de wet “*handelen zij ten behoeve van de handelaar*” en lopen dan dus ook het risico aansprakelijk te worden gehouden voor een misleidend prospectus.

³² Vgl. onder andere HR 17 december 2010, *JOR* 2011/53 m.nt. J.B.S. Hijink inzake *Nieuwburg c.s./ TMF*.

Mij lijkt dat het in het kader van het leerstuk “oneerlijke handelspraktijken” moet gaan om relevant én verwijtbaar handelen. Waar het betreft bestuurders en medewerkers van bijvoorbeeld de uitgevende instelling, wordt hun handelen aan de vennootschap toegerekend en verliest daarmee in dit verband zelfstandige betekenis. Zij kunnen niet als ‘handelaar’ in de zin van artikel 6:193a lid 1 sub b BW-NL worden aangemerkt.³³ Zeker nu in de geschiedenis van deze regeling geen aanknopingspunt is te vinden voor de gedachte dat de wetgever heeft beoogd voor een grote groep personen een dergelijke vorm van aansprakelijkheid te introduceren, zou ik menen dat iemand (die géén handelaar is) alleen kan worden aangesproken als hem een persoonlijk of toerekenbaar verwijt kan worden gemaakt, dus als hij wist of had behoren te weten dat hij medewerking verleende of uitvoering gaf aan een oneerlijke handelspraktijk.

INTERNATIONAAL PRIVAATRECHT

XIII

Nederland

Sinds 11 januari 2009 is Rome II inzake het toepasselijke recht op niet-contractuele verbintenissen van toepassing in Nederland.³⁴ Rome II is niet van toepassing in Curaçao, St. Maarten, Aruba en de BES-eilanden.³⁵ Die constatering sluit een zekere reflexwerking uiteraard niet uit.

Rome II is van toepassing op schadeveroorzakende gebeurtenissen die zich voordoen na 11 januari 2009 (art. 31 Rome II). Bij niet-contractuele

³³ Ten onrechte anders Rechtbank Zwolle 27 juli 2011, *JOR* 2012, 208 m.nt. J.B.S. Hijink inzake *Hogeboom c.s./Cash & Property*.

³⁴ Verordening (EG) nr. 864/2007 van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende het recht dat van toepassing is op niet-contractuele verbintenissen, Pb. L 199 van 31 juli 2007, 40 (“Rome II”).

³⁵ MvT, *Kamerstukken II*, 32 047, nr. 3.

verbintenissen gaat het, voor zover hier van belang, om verbintenissen die voortvloeien uit (wettelijke) schadevergoedingsverplichtingen op grond van onrechtmatige daad.

Prospectusaansprakelijkheid valt mijns inziens onder het bereik van Rome II. In artikel 2 lid 1 van Rome II is immers vrij algemeen bepaald dat onder 'schade' wordt verstaan ieder gevolg dat voortvloeit uit onrechtmatige daad, ongerechtvaardigde verrijking, zaakwaarneming of precontractuele aansprakelijkheid. Daaronder valt dus ook zuivere vermogensschade (geleden verlies, gederfde winst), waarover het bij prospectusaansprakelijkheid veelal zal gaan.

Onder vigeur van Rome II moet het toepasselijke recht, ook door de Nederlandse rechter, worden bepaald volgens de plaats waar de schade zich voordoet, ongeacht in welke landen de indirecte gevolgen van die gebeurtenis zich voordoen. Het gaat dus om de plaats waar de directe schade is geleden (*lex loci damni*). In geval van vermogensschade moet de rechter bepalen in welk land het verlies is geleden of de winst is misgelopen; in dat land doet zich immers de zuivere vermogensschade voor (art. 4 lid 1 Rome II). Het land waar de schade zich voordoet zal in veel gevallen (mede) een ander land zijn dan het land waar voor het eerst door middel van het prospectus een beroep op het beleggend publiek wordt gedaan.

Denk bijvoorbeeld aan de in Oostenrijk woonachtige belegger die via zijn in Duitsland aangehouden beleggingsrekening inschrijft op effecten die worden aangeboden door een Nederlandse uitgevende instelling door middel van een - ook - in Oostenrijk verkrijgbaar gesteld prospectus. De schade zal zich niet zelden bij beleggers in meerdere landen voordoen. Onder Rome II is bijvoorbeeld niet het recht van de primaire publicatielocatie van toepassing, maar het recht van het land waar de belegger zijn beleggingsrekening aanhoudt. Voor

elke belegger moet worden vastgesteld in welk land hij zijn verlies heeft geleden of winst is misgelopen.

Als er tien beleggers zijn die in tien verschillende landen schade hebben geleden en menen een vordering te hebben op grond van een misleidend prospectus (of buiten het prospectus om gedane mededelingen waardoor voor de beleggingsbeslissing relevante verwarring bij het publiek ontstaat), dan zal elke vordering door het recht van het betrokken land worden beheerst. Bovendien kan het voorkomen dat één en dezelfde belegger die beleggingsrekeningen aanhoudt in verschillende landen, in meerdere landen schade lijdt.

Wat betreft het leerstuk prospectusaansprakelijkheid creëert Rome II dus onzekerheid voor de uitgevende instelling en de bestuurders daarvan, maar evenzeer voor de syndicaatsleider of anderen die een centrale rol hebben gespeeld bij de voorbereiding, begeleiding en uitvoering van de emissie. Uitgaande van het voorbeeld van tien beleggers, kan de toepassing van het recht van tien landen dus tot zeer uiteenlopende uitkomsten leiden. Zo is goed voorstelbaar dat wanneer de WOL-zaak aan de hoogste rechter in Frankrijk, Griekenland of Duitsland zou zijn voorgelegd, en zou worden beoordeeld naar het nationale recht van het betrokken rechtscollege, het eindoordeel (deels) anders was geweest. Dat gegeven staat op zijn minst op gespannen voet met het uitgangspunt van de Europese (en ook Nederlandse) regelgeving dat beleggers gelijk moeten worden behandeld.³⁶

³⁶ Je ziet dan ook bij bepaalde aanbiedingen dat een prospectus alleen wordt verstrekt aan degene die zijn adres en de locatie van zijn beleggingsrekening heeft opgegeven.

XIV

Curaçao en Sint Maarten

Op grond van het internationaal privaatrecht en interregionaal privaatrecht van Curaçao (en St. Maarten) wordt prospectusaansprakelijkheid als een species van de onrechtmatige daad beschouwd, en daarom beheerst door het recht van het land waar de onrechtmatige daad is gepleegd (*lex locus delicti*).

Als plaats van de onrechtmatige daad wordt aangemerkt de plaats waar voor het eerst door middel van het prospectus een beroep op het belegend publiek wordt gedaan. In dat verband wordt wel gesproken over de publicatielocatie.

Een vordering ingediend bij het gerecht in Curaçao tegen een Curaçaose NV of BV die haar aandelen aanprijst door middel van een prospectus dat voor het eerst is uitgegeven in bijvoorbeeld Nederland of de Verenigde Staten, wordt door Nederlands respectievelijk Amerikaans recht beheerst. Deze opvatting vindt steun in het arrest inzake de (toen nog) Nederlands Antilliaanse vennootschap Polynesian NV³⁷ die in Nederland een emissieprospectus verkrijgbaar had gesteld. In deze uitspraak werd zonder internationaal of interregionaal privaatrechtelijke overweging Nederlands recht toegepast op de vraag of aansprakelijkheid bestond voor onware mededelingen opgenomen in het prospectus.

Kan daarover ook anders worden gedacht? Het antwoord luidt bevestigend. Zolang de wetgever geen regel terzake heeft geformuleerd en zolang er geen richtinggevende jurisprudentie voorhanden is, zijn andere aanknopingspunten dat de primaire publicatielocatie verdedigbaar. Gedacht kan worden aan het land waar de (directe) schade zich voordoet, of het land waar de geleadeerde zijn

³⁷ HR 20 december 1985, NJ 1986, 231 inzake Polynesian.

vaste woon- of verblijfplaats heeft, of (in geval van een notering) het recht van het land waar de betrokken effecten in de notering worden opgenomen.

XV

BES

Op grond van het internationaal privaatrecht en interregionaal privaatrecht van de BES-eilanden wordt prospectusaansprakelijkheid als een species van de onrechtmatige daad beschouwd, en daarom beheerst door het recht van het land waar de onrechtmatige daad is gepleegd (*lex locus delicti*). Hier geldt verder wat inzake Curaçao en St. Maarten is gezegd.

LITERATUUR EN RECHTSPRAAK

Literatuur

B.J. de Jong, 'Aansprakelijkheid', in: B. Bierens e.a. (red.), *Handboek Beursgang* (Serie Onderneming & Recht Deel 68), Deventer: Kluwer 2011, p. 523-592.

T.M.C. Arons, *Cross-border Enforcement of Listed Companies' Duties to Inform*, Deventer: Kluwer 2012, 474 p.

T.M.C. Arons, 'All roads lead to Rome': *Beware of the consequences! The law applicable to prospectus liability claims under the Rome II Regulation*, NIPR 4 (2008), p. 481-487.

L. Timmerman, 'Enkele kanttekeningen bij de civielrechtelijke buitencontractuele prospectusaansprakelijkheid', in: D. Busch e.a. (red.), *Aansprakelijkheid in de financiële sector* (Serie Onderneming & Recht Deel 78), Deventer: Kluwer 2013, p. 647-661.

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), Deventer: Kluwer 2013, p. 701-708.

A.C.W. Pijls en W.H. van Boom, *Handhaving prospectusaansprakelijkheid niet illusoir: vermoeden van causaal verband bij prospectusaansprakelijkheid*, WPNR 6834 (2010), p. 194-200.

K. Frielink, 'Internationale niet-contractuele aansprakelijkheid vanuit Nederlands perspectief', in: F.G.B. Graaf en W.A.K. Rank (red.), *Financiële sector en internationaal privaatrecht*, NIBE-SVV Financieel Juridische reeks, deel 3, 2011, p. 101-114.

K. Frielink, 'Effectenrecht in de Nederlandse Antillen', in: F.G.B. Graaf en F.W. Lunsingh Scheurleer (red.), *Nederlands-Antilliaans recht voor de bank- en financieringspraktijk*, NIBE-SVV Bankjuridische reeks, deel 51, 2004, p. 63-94.

Rechtspraak

HR 27 november 2009, *JOR* 2010, 43 m.nt. K. Frielink (World Online)

HR 17 december 2010, *JOR* 2011/53 m.nt. J.B.S. Hijink inzake Nieuwburg/ TMF

HR 11 juli 2011, *JOR* 2011, 263 (Stichting Via.Claim/Fortis c.s.)

Rb Amsterdam 19 december 2012, *JOR* 2013, 103 m.nt. J.W.P.M. van der Velden inzake Stichting Hulp Gedupeerden/Wijs & Van Oostveen³⁸

* * * * *

³⁸ De rechtbank oordeelt dat Wijs & Van Oostveen het prospectus niet beschikbaar heeft gesteld of heeft geopenbaard als bedoeld in art. 4:19 Wft, art. 6:193c en 6:194 BW-NL. Wijs & Van Oostveen wordt daarom slechts verantwoordelijk geacht voor haar eigen brochures en term sheets. In dat kader dient zij te voldoen aan de vereisten van art. 4:19 Wft en art. 6:193c en 194 (oud) BW-NL, aldus de rechtbank. Discussie over de vraag of Wijs & Van Oostveen het prospectus heeft geopenbaard lijkt mij echter mogelijk.