

Voorwoord

Dit boek gaat over de diverse facetten van prospectusaansprakelijkheid. Een prospectus moet worden opgesteld indien een uitgevende instelling haar effecten wenst te noteren of aan te bieden aan het publiek. Sinds het begin van de jaren tachtig heeft de Europese wetgever prospectusregels uitgevaardigd. Het doel hiervan was om de interne markt, met name het vrije kapitaalverkeer, te bevorderen. De interne markt is gestoeld op het beginsel van wederzijdse erkenning. In beginsel zijn (rechts)personen vrij hun goederen, diensten of kapitaal grensoverschrijdend aan te bieden op grond van het rechtsregime van hun lidstaat van herkomst. De lidstaten van ontvangst zijn in beginsel verplicht elkaars rechtsregime wederzijds te erkennen. Dit liberale uitgangspunt kan uiteindelijk alleen het noodzakelijk evenwicht brengen indien dit gepaard gaat met een geharmoniseerd Europees beschermingsregime van de gebruikers van deze goederen en diensten en beleggers op de kapitaalmarkt.

In 2003 heeft deze ontwikkeling geresulteerd in een volledig geharmoniseerd prospectusregime op Europees niveau. De prospectusrichtlijn 2003 geldt vanaf 1 juli 2005. Na herziening van deze richtlijn in 2010 is in 2017 door de Europese wetgever de rechtstreeks werkende prospectusverordening aangenomen. Deze geldt vanaf 21 juli 2019. De harmonisatie van de prospectusregels is dan wel volledig, de civielrechtelijke gevolgen van schending van deze regels is niet geharmoniseerd. De verordening verplicht evenals de richtlijn wel dat lidstaten in hun wetgeving voorzien in civielrechtelijke aansprakelijkheid van ten minste de uitgevende instelling of haar bestuurder dan wel commissarissen, de aanbieder, de aanvrager van een toelating tot de handel op een gereglementeerde markt of de garant. De daadwerkelijke voorwaarden waaronder deze personen aansprakelijk kunnen worden gesteld, regelt de verordening niet.

In dit boek staat de aansprakelijkheid naar Nederlands recht van de diverse bij de opstelling van het prospectus betrokken partijen centraal. Het gaat hier dan om de voornoemde personen, de uitgevende instelling en haar functionarissen, maar ook de banken die deze instelling bij de beursgang of aanbieding van effecten aan het publiek begeleiden. Op deze laatste rust de verplichting een due diligence onderzoek naar de uitgevende instelling in te stellen met als doel te zorgen dat de potentiële beleggers in het prospectus adequaat worden geïnformeerd over de financiële toestand en risico's van deze instelling.

Ook komen in diverse hoofdstukken nog de handhaving via het collectief verhaalsrecht – dat met de Wet Afwikkeling Massaschade in Collectieve Actie (WAMCA) per 1 januari 2020 ingrijpend gewijzigd is – en het bij prospectusaansprakelijkheidsvorderingen toepasselijke internationaal privaatrecht aan bod.

Dit boek is een bewerking van de eerste druk van dit boek. Dit verscheen in 2003 en werd geschreven door prof. mr. C.J.H. Jansen, mr. E.R. Schreuder en prof. mr. H.L.E. Verhagen. De oplettende lezer zal nog diverse passages van hun hand herkennen. Voorts heb ik enkele teksten van eigen hand in dit boek verwerkt.¹

Tomas Arons

Utrecht, 25 februari 2020

1. Onder meer Arons 2014 en Arons & De Jong 2017.

Hoofdstuk 1

Inleiding

1.1 Achtergrond

Per 21 juli 2019 is de prospectusverordening in werking getreden.² Deze in 2017 aangenomen prospectusverordening is na veertien jaar de herziening van de geharmoniseerde Europese prospectusregeling. De prospectusrichtlijn uit 2003 en de herzieningsrichtlijn prospectus uit 2010 introduceerden een volledig geharmoniseerd prospectusregime in de EU. Vanaf 1980 tot en met 2003 heeft een keur aan Europese richtlijnen voorzien in harmonisatiemaatregelen voor de opstelling van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus.³ Deze richtlijnen voorzagen in minimumharmonisatie. Vanaf 1 januari 1990⁴ gold een regime van wederzijdse erkenning bij een beursnotering;⁵ vanaf 17 april 1991⁶ bij een aanbieding aan het publiek buiten beurs.⁷ Dat hield in dat een uitgevende instelling effecten kon aanbieden of een beursnotering verkrijgen in een lidstaat van ontvangst op basis van het door de lidstaat van herkomst goedgekeurde prospectus. Dit Europees paspoort had tot 2003 nog beperkingen. Op grond van deze richtlijnen konden toezichthouders eisen dat in het prospectus specifieke inlichtingen voor de markt van het land van ontvangst werden opgenomen.⁸ Met de inwerkingtreding van de prospectusrichtlijn per 1 juli 2005⁹ kwam er één prospectusregime voor zowel beursnoteringen als voor aanbiedingen van effecten buiten beurs in de hele EU te gelden. De toezichthouder van de lidstaat van herkomst (aanknopingsfactor: statutaire zetel van de uitgevende instelling) heeft in dit regime de exclusieve bevoegdheid het prospectus goed te keuren. Deze goedkeuring fungeert als paspoort. Na in kennisstelling van de toezichthouder van de lidstaat van ontvangst van deze goedkeuring en verstrekking van een elektronisch exemplaar van het prospectus kan de uitgevende instelling in die lidstaat een beursnotering krijgen of effecten aanbieden aan het publiek.

2. Art. 49 lid 2 prospectusverordening. Art. 1 lid 3 en art. 3 lid 2 zijn van toepassing met ingang van 21 juli 2018; art. 1 lid 5 eerste alinea sub a), b) en c) en art. 1 lid 5 tweede alinea zijn van toepassing met ingang van 20 juli 2017. Op grond van art. 49 lid 2 jo. art. 44 lid 2 wordt de bevoegdheid om de in art. 1 lid 7, art. 9 lid 14, art. 13 lid 1 en 2, art. 14 lid 3, art. 15 lid 2, art. 16 lid 5, art. 20 lid 11 en art. 29 lid 3 genoemde gedelegeerde handelingen vast te stellen, met ingang van 20 juli 2017 voor onbepaalde tijd aan de Europese Commissie toegekend.
3. Richtlijn notering 1980 (oud); herzieningsrichtlijn notering 1987 (oud); prospectusrichtlijn 1989 (oud); prospectusrichtlijn 2001 (oud).
4. Art. 2 herzieningsrichtlijn notering 1987 (oud).
5. Art. 24bis en 24ter richtlijn notering 1980 (oud) ingevoerd met art. 1 herzieningsrichtlijn notering 1987 (oud).
6. Art. 26 prospectusrichtlijn 1989 (oud).
7. Art. 21 prospectusrichtlijn 1989 (oud).
8. Art. 24ter richtlijn notering 1980 (oud) zoals gewijzigd per 17 april 1991 door art. 2 Herzieningsrichtlijn notering 1990 (oud); art. 21 prospectusrichtlijn 1989 (oud).
9. Art. 29 prospectusrichtlijn 2003 (oud).

Deze prospectusrichtlijn had een tweeledig doel: beleggersbescherming en het waarborgen van een efficiënte markt.¹⁰ Om aan dit eerste doel beter te kunnen voldoen is met de herziening in 2010 de vrijstellingsgrens van de prospectusplicht verhoogd van € 50.000 naar € 100.000.¹¹ Eveneens is de grens waarvoor geen prospectusplicht geldt bij een aanbieding van effecten aan het publiek verhoogd van 100 naar 150 niet-professionele beleggers.

De wijzigingen ingevoerd door de nieuwe prospectusverordening zijn tweeledig: enerzijds meer beleggersbescherming door de limitering en precisering in het prospectus van de risico's waaraan de uitgevende instelling is blootgesteld¹² en anderzijds een vereenvoudiging van het prospectusregime voor frequent uitgevende instellingen door het universeel registratiedocument (urd).¹³ Een andere wijziging ziet op een belangrijk op zichzelf staand gedeelte van het prospectus, de samenvatting. Deze samenvatting is één van de belangrijkste informatiebronnen die beleggers – met name particuliere of retailbeleggers – bij hun beleggingsbeslissing nodig hebben.¹⁴ Naast de algemene voorwaarden van de aanbieding staat in de samenvatting de essentiële informatie over de uitgevende instelling, zodat de belegger de aard van, en de risico's verbonden aan de aangeboden effecten¹⁵ begrijpt.¹⁶ De uitgevende instelling maakt een beperkte keuze¹⁷ van de specifieke risico's die zij het meest relevant acht voor de belegger bij het nemen van een beleggingsbeslissing. Volgens de Europese wetgever pogen de uitgevende instelling, de aanbieder of personen die namens hen optreden door middel van het opnemen van algemene verklaringen over de (beleggings)risico's hun aansprakelijkheid te beperken. Met het specificiteitsvereiste dat aan de in de samenvatting op te nemen risicofactoren wordt gesteld, wil de wetgever uitdrukkelijk voorkomen dat algemene verklaringen over risico's als disclaimer fungeren.¹⁸ Ter beperking van de aansprakelijkheid is het volgens de wetgever uitdrukkelijk de bedoeling dat de belegger pas na het prospectus in zijn geheel doorgenomen te hebben, zijn beleggingsbeslissing neemt.¹⁹

Deze monografie gaat over de invloed van de Europese prospectusregels op het Nederlandse privaatrecht. Met name staat centraal wat de gevolgen van deze Europese wetgeving zijn voor de aansprakelijkheidspositie van de diverse bij het

10. Ovw 10 considerans prospectusrichtlijn 2003 (oud).

11. In de afgelopen jaren zijn tal van frauduleuze beleggingsfondsen aan het licht gekomen, zoals Quality Investments, Palm Invest, Royal Dubai, Golden Sun Resorts, Caribbean Comfort en Partrust. Veel particuliere beleggers hebben hierdoor schade geleden. Deze beleggingsfondsen vielen niet onder de prospectusplicht en het toezicht van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) omdat ze van beleggers een inleg vroegen van ten minste € 50.000. Deze grens vormt volgens de Europese wetgever dan ook geen afspiegeling van het verschil qua beleggingscapaciteit tussen niet-professionele en professionele beleggers. Met deze recente schandalen is gebleken dat zelfs particuliere beleggers beleggingen hebben gedaan van meer dan € 50.000 bij één transactie. Vgl. ovw 9 herzieningsrichtlijn prospectus 2010 (oud). Zie: *Kamerstukken II 2010/11*, 32 036, nr. 18 (Achtste Nota van Wijziging), p. 2 en ook Groffen 2012, p. 32-35.

12. Ovw 54 considerans prospectusverordening.

13. Ovw 39-40 considerans prospectusverordening. Zie uitgebreid Baks & Wang 2019, p. 393 e.v.

14. Ovw 28 considerans prospectusverordening.

15. Zie art. 7 lid 4 prospectusverordening.

16. Art. 2 lid 1 sub s herzieningsrichtlijn prospectus 2010 (oud).

17. Maximaal 15 A4-pagina's, zie art. 7 lid 10 prospectusverordening.

18. Ovw 28 en 29 considerans prospectusverordening. Zie ook ESMA richtsnoer risicofactoren, p. 10.

19. Ovw 28 considerans prospectusverordening.

opstellen en openbaar maken van het prospectus betrokken partijen. Dit zijn de uitgevende instelling, de begeleidende banken waaronder de lead manager en de accountant. De prospectusverordening schrijft voor dat de uitgevende instelling bij een beursgang of aanbidding van haar financiële instrumenten aan het publiek een goedgekeurd prospectus opstelt en algemeen verkrijgbaar stelt.²⁰ Het prospectus is het informatiedocument waarmee de uitgevende instelling het beleggend publiek inzicht verschaft in de waarde(ontwikkeling) van de onderneming. De prospectusverordening inclusief de gedelegeerde verordeningen²¹ schrijven in hoge mate van detail voor welke informatie moet worden vermeld.²² Voor Nederlandse uitgevende instellingen²³ controleert de AFM de volledigheid, met inbegrip van de consistentie en begrijpelijkheid van de verstrekte informatie; zij controleert niet de juistheid daarvan.²⁴ Indien het ontwerp-prospectus naar het oordeel van de AFM niet aan de voor de goedkeuring ervan te vervullen normen inzake volledigheid, consistentie en begrijpelijkheid voldoet en/of dat er wijzigingen of aanvullende gegevens zijn vereist, dan geeft zij duidelijk aan welke wijzigingen of aanvullende gegevens vereist zijn.²⁵ Indien het prospectus voldoet aan de eisen van de Wft en de prospectusverordening dient de AFM goed te keuren.²⁶ De prospectusverordening is in het Nederlands recht – ondanks haar rechtstreekse werking – gedeeltelijk geïmplementeerd in hoofdstuk 5 van de Wet op het financieel toezicht (Wft).²⁷ In artikel 11 van de prospectusverordening is namelijk een voorschrift over de verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid voor het prospectus opgenomen dat een opdracht aan de lidstaten inhoudt.

Evenmin als haar voorganger de prospectusrichtlijn voorziet de prospectusverordening in harmonisatie van de aansprakelijkheid van de uitgevende instelling en de begeleidende banken, terwijl deze harmonisatie door de European Securities Markets Expert Group (ESME) wel noodzakelijk werd geacht om beleggers van juiste informatie te voorzien.²⁸ Een effectief aansprakelijkheidsrecht is voor de handhaving

20. Art. 1 en art. 3 prospectusverordening. Strikt genomen schrijft de prospectusverordening niet voor welke partij het prospectus overeenkomstig de verordening moet opstellen. Echter in de openbaar-makingsregeling van art. 21 staat dat de uitgevende instelling, de aanbieder of de aanvrager van een toelating tot de handel op een gereguleerde markt het door de bevoegde toezichthouder goedgekeurde prospectus voor het publiek beschikbaar moet stellen op een redelijk tijdstip voorafgaand aan en uiterlijk bij de aanvang van de aanbidding aan het publiek of de toelating tot de handel van de betrokken effecten. Ook uit art. 11 en art. 20 lid 2 prospectusverordening kan worden afgeleid dat de uitgevende instelling, de aanbieder of de aanvrager van een toelating verantwoordelijk is voor het opstellen van het prospectus en ook de goedkeuringsaanvraag moeten indienen bij de bevoegde toezichthouder.
21. Gedelegeerde verordening 2019/979 en gedelegeerde verordening 2019/980.
22. Franx 2010, p. 593; Franx 2017, p. 6.
23. Nederlandse uitgevende instellingen zijn een rechtspersoon die effecten uitgeeft of voornemens is effecten uit te geven waarvan de statutaire zetel in Nederland is. Zie art. 2 sub h jo. art. 2 sub m sub i) prospectusverordening.
24. Zie definitie 'goedkeuring': 'het positieve besluit bij het afronden van de controle door de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst van de volledigheid, de consistentie en de begrijpelijkheid van de in het prospectus verstrekte informatie' (art. 2 sub r prospectusverordening). Zie uitgebreid Raas 2019, p. 368 e.v.
25. Art. 20 lid 4 sub b prospectusverordening.
26. Zie ook: Van de Vijver 2010, p. 547.
27. Hoofdstuk 5.1 Wft is gewijzigd met de inwerkingtreding per 21 juli 2019 (Stb. 2019, 244) van de Wet implementatie prospectusverordening.
28. Art. 11 prospectusverordening. Voor de prospectusrichtlijn 2003 (oud): vgl. ESME, Report on Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be pub-

van deze informatieverplichting essentieel.²⁹ Hierbij moet wel worden opgemerkt dat de belegger met name ook zal afgaan op het door de begeleidende banken verrichte due diligence onderzoek naar de juistheid van de informatie.³⁰ Wet noch regelgeving verplicht de begeleidende bank expliciet een due diligence onderzoek te verrichten, maar banken zullen zonder een dergelijk onderzoek de beursgang of aanbieding van effecten niet willen begeleiden. Bovendien valt een dergelijke verplichting af te leiden uit de rechtspraak van de Hoge Raad in *World Online* over de reikwijdte van de zorgplicht van een begeleidende bank.³¹

Ondanks het ontbreken van harmonisatie van het prospectusaansprakelijkheidsregime had de richtlijn en heeft de verordening wel degelijk invloed op de aansprakelijkheidspositie; deze invloed komt naar Nederlands recht op drie manieren tot uiting. Ten eerste geldt het ontbreken van verplichte (essentiële) informatie in een prospectus als een oneerlijke handelspraktijk (OHP) in de zin van artikel 6:193a e.v. BW. Daarmee staat vast dat de uitgevende instelling en/of de begeleidende banken onrechtmatig jegens de consument-beleggers hebben gehandeld; op deze partijen rust de stelplicht en bewijslast dat hun dit niet kan worden verweten of toegerekend. Ten tweede levert een schending van een (gedrags)voorschrift uit de Wft of de prospectusverordening in beginsel onrechtmatig gedrag jegens de belegger op; aan de vereiste relativiteit is voldaan.³² Ten derde zal de rechter op grond van de jurisprudentie na vaststelling dat het prospectus misleidend is, en daarmee onrechtmatig is gehandeld jegens de consument-belegger, in beginsel uitgaan van het bestaan van causaal verband tussen het misleidend prospectus en de beleggings-

lished when securities are offered to the public or admitted to trading, 5 September 2007 (te downloaden via: ec.europa.eu/internal_market/securities/esme/index_en.htm) (ESME Prospectus Report), p. 19-20. Het verdient nog opmerking dat gedurende de onderhandelingen over de prospectusrichtlijn de Duitse regering heeft voorgesteld de privaatrechtelijke prospectusaansprakelijkheid te harmoniseren (zie: Brief van Eichel van 30 mei 2002 aan Minister Rato, Raadsdocument 9505/02 EF 44 ECONFIN 200 DRS 37 CODEC 683). Dit is echter door de meerderheid der lidstaten verworpen (zie: Raadsdocument 10807/02 EF 59 ECONFIN 256 DRS 47 CODEC 888). Vgl. ESME Prospectus Report, p. 19-20.

29. Overigens moet erop gewezen worden dat met name het ontbreken van een collectieve schadevergoedingsactie, een effectieve privaatrechtelijke handhaving van de prospectusvoorschriften in de weg staat. Met de inwerkingtreding van de Wet Afwikkeling Massaschade in Collectieve Actie, WAMCA, wordt in het Nederlands recht een collectieve schadevergoedingsactie ingevoerd in de geheel herziene bepaling van art. 3:305a BW (nieuw).

30. Franx 2010, p. 595.

31. HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, *JOR* 2010/43, m.nt. Frielink; *Ondernemingsrecht* 2010/21, m.nt. Vletter-van Dort, *NJ* 2014/201, m.nt. Du Perron, AA20100336, m.nt. Raaijmakers (*World Online/VEB*), r.o. 4.31.1. Op de lead manager 'rust als syndicaatsleider een gehoudenheid om voor zover dat binnen haar invloedssfeer ligt – zoals bij het verrichten van het due diligence onderzoek en het opstellen van het prospectus – te voorkomen dat bij potentiële beleggers een onjuist beeld van de uitgevende instelling ontstaat.' Vgl. de in Frankrijk geldende regeling, waarbij expliciet in het algemeen reglement van de Franse markttoezichthouder, Autorité des marchés financiers (AMF) de verplichting staat opgenomen dat de begeleidende banken aan de AMF bevestigen dat uit het door hen uitgevoerde due diligence onderzoek naar de inhoud van het prospectus niet is gebleken van onjuistheden of omissies waardoor een belegger zou kunnen worden misleid (art. 212-16 Règlement général de l'AMF).

32. Zie *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19 (Vierde Nota van Wijziging), p. 393. De parlementaire geschiedenis beperkt haar vaststelling dat aan het relativiteitsvereiste is voldaan tot consument-beleggers, maar niet goed valt in te zien waarom niet hetzelfde zou gelden voor professionele beleggers. Ook hun vermogensbelangen worden uitdrukkelijk beoogd te beschermen door de verplichting juiste en volledige mededelingen te doen in het prospectus.

beslissing van de consument-belegger. De uitgevende instelling en/of de banken moet(en) stellen en zo nodig bewijzen dat dit causaal verband ontbreekt.

1.2 Doel en achtergrond van de Europese prospectuswetgeving

1.2.1 Interne markt en beleggersbescherming

De prospectusverordening is onderdeel van de Europese Kapitaalmarktunie.³³ Met de Kapitaalmarktunie streeft de Europese Unie (EU) naar verdere verdieping van de interne markt door belemmeringen van het vrij verkeer van kapitaal weg te nemen.³⁴ De EU heeft een interne markt met vrij verkeer van diensten en kapitaal waarbij op basis van wederzijdse erkenning handel wordt gedreven.³⁵ Een interne markt waarbij ook nog vrije mededinging het uitgangspunt is, kan niet zonder een effectieve consumentenbescherming;³⁶ lidstaten zullen zonder een minimumniveau aan consumentenbescherming hun grenzen niet willen openstellen voor buitenlandse producten en diensten. Het ontbreken van een minimumbeschermingsniveau in een volledig vrije interne markt leidt tot oneerlijke concurrentie; producten en diensten kunnen dan op basis van minder beschermende wetgeving in de lidstaat van herkomst grensoverschrijdend worden aangeboden zonder toepassing van de wettelijke beschermingsregels van de lidstaat van ontvangst. De interne markt is immers gebaseerd op het beginsel van wederzijdse erkenning. Dit houdt in dat bij grensoverschrijdende productaanbieding of dienstverlening het wettelijke (toezichts)regime geldt van de lidstaat van herkomst. Afwijkingen hiervan dienen uitdrukkelijk te zijn gebaseerd op door Europese wetgeving gesanctioneerde bevoegdheden van de (bevoegde autoriteiten van) de lidstaat van ontvangst.³⁷ Het is hierbij van belang op te merken dat het Hof van Justitie van de Europese Unie (HvJ EU) heeft geoordeeld dat het niet in strijd is met de interne marktregels dat lidstaten van ontvangst aanbieders verplichten consumenten te voorzien van adequate informatie over het aangeboden product of de dienst.³⁸

In de interne markt geldt als (liberaal) uitgangspunt dat consumenten worden beschermd door deze informatieverstrekking en zij zich op die manier een eigen oordeel kunnen vormen over de kwaliteit daarvan.³⁹ Zeker in het geval van financiële producten en diensten is juiste en volledige informatie over de rechten en verplichtingen die hieraan zijn verbonden essentieel.⁴⁰ De belegger die heeft te gelden als consument wordt in het vervolg aangeduid als consument-belegger. Bij financiële producten en diensten gaat het meestal om verplichtingen met een groot

33. Ovw 1 considerans prospectusverordening.

34. Mededeling actieplan kapitaalmarktunie, p. 6.

35. Art. 3 lid 3 VEU jo. art. 26 lid 2 VWEU jo. art. 3 lid 1 onderdeel b VWEU.

36. Art. 114 lid 2 VWEU jo. art. 169 VWEU verplicht de Europese wetgever dan ook bij harmonisatiewetgeving die de werking van de interne markt betreft uit te gaan van een hoog beschermingsniveau. Ook het EG-Verdrag (oud) kende sinds de invoering van de Europese Eenheidsakte in 1986 een vergelijkbare bepaling in art. 95 lid 3.

37. Vgl. ovw 2 considerans MiFID II voor de grensoverschrijdende aanbieding van beleggingsdiensten door vergunninghoudende beleggingsondernemingen en banken.

38. HvJ EG 20 februari 1979, ECLI:EU:C:1979:42, zaak C-120/78 (*Rewe-Zentral AG/Bundesmonopolverwaltung für Brantwein*).

39. Chalmers, Davies & Monti 2010, p. 769-769 verwijzend naar Weatherill 2005.

40. Boots, Eisma & Schoenmaker 2010, p. 7. Vgl. ovw 9 Richtlijn oneerlijke handelspraktijken.

financieel belang die ook voor langere tijd worden aangegaan en een steeds groter deel van het (verwachte) inkomen uitmaken. Hierdoor zijn de financiële risico's voor beleggers aanzienlijk.⁴¹ Het voornoemde liberale uitgangspunt waarbij consumentenbescherming is gebaseerd op het informatiemodel kan alleen succesvol zijn indien consumenten bij schending van deze informatieverplichtingen effectief verhaal hebben op de aanbieder van de producten of diensten.⁴² In veel gevallen zal een mechanisme van collectief schadeverhaal voorzien in het meest effectieve en efficiënte instrument voor vergoeding van door consumenten geleden schade.⁴³

1.2.2 Tweeledig doel: beleggersbescherming en Europees paspoort

Als interne marktmaatregel heeft de prospectusverordening dan ook een tweeledig doel: beleggersbescherming en totstandbrenging van een efficiënte pan-Europese financiële markt voor aanbieders van effecten op basis van wederzijdse erkenning.⁴⁴ Beleggers worden beschermd door in het prospectus betrouwbare informatie over de financiële positie en essentiële kenmerken van, en de risico's verbonden aan, de uitgevende instelling en/of de uit te geven financiële instrumenten op te nemen.⁴⁵ Op deze manier wordt de (potentiële) belegger in staat gesteld deze risico's in te schatten en met volledige kennis van zaken beleggingsbeslissingen te nemen.⁴⁶ De reden hiervoor is de aanname dat de informatieachterstand van de kopende partij in combinatie met een ongebreideld nastreven van eigen belang van de aanbieder partij leidt tot inefficiëntie.⁴⁷ Terecht kan de vraag worden gesteld of de verplichting een publiekrechtelijk genormeerd, en door een toezichthouder goedgekeurd, prospectus openbaar te maken, niet overbodig is. Immers de privaatrechtelijke informatieverplichtingen bij een aanbieding van effecten zouden reeds voldoende moeten zijn om de (potentiële) belegger te beschermen. Bovendien is het de vraag of het uitgangspunt van de prospectusverordening, namelijk dat beleggers het prospectus lezen en of zij, indien zij dat doen, gezien de economisch-technische bewoordingen en het complexe cijfermateriaal, de inhoud daarvan (kunnen) begrijpen, wel een juiste is.⁴⁸ Het bestaan van de prospectusplicht is behalve voor de beleggersbescherming ook van belang voor de totstandbrenging van een efficiënte

41. Boots, Eisma & Schoenmaker 2010, p. 11.

42. Het HvJ EU erkent dat in bepaalde situaties het informatiemodel van consumentenbescherming onvoldoende doeltreffend werkt. In die situaties is een algeheel verbod bepaalde diensten te verrichten een gerechtvaardigde belemmering van het vrije verkeer. Zie: HvJ EG 10 mei 1995, ECLI:EU:C:1995:126, zaak C-384/93 (*Alpine Investments BV/Minister van Financiën*), r.o. 46.

43. Vgl. het Voorstel richtlijn representatieve vorderingen. Zie Toelichting bij dit Voorstel (COM/2018/184 final), p. 1-2: 'Uit deze evaluaties is gebleken dat het risico van inbreuken op het Unierecht die de collectieve belangen van consumenten schaden, toeneemt, ten gevolge van de economische globalisering en digitalisering. Handelaren die een inbreuk plegen op het Unierecht kunnen met één misleidende marketingpraktijk of één oneerlijk beding in standaardcontractvoorwaarden duizenden of zelfs miljoenen consumenten treffen, in verschillende economische sectoren. In het licht van de toenemende grensoverschrijdende handel en EU-brede commerciële strategieën hebben dergelijke inbreuken steeds vaker nadelige gevolgen voor consumenten in meerdere lidstaten. Bovendien blijkt uit het verslag over collectieve vorderingen dat een aantal lidstaten nog steeds niet voorziet in mechanismen voor collectief verhaal die zijn afgestemd op situaties van massaschade.'

44. Ovw 3 en 7 considerans prospectusverordening.

45. Ovw 27 considerans prospectusverordening.

46. Ovw 7 considerans prospectusverordening.

47. Boots, Eisma & Schoenmaker 2010, p. 7.

48. Moloney 2008, p. 117.

pan-Europese financiële markt.⁴⁹ Door invoering van geharmoniseerde prospectusvereisten en daarmee een gelijk speelveld voor aanbieders van effecten wordt aan deze doelstelling bijgedragen.⁵⁰ Door de exclusieve goedkeuringsbevoegdheid van de toezichthouder van de lidstaat van herkomst wordt bewerkstelligd dat het prospectus door de uitgevende instelling kan worden gebruikt voor toelating tot de handel en voor de aanbidding van effecten aan het publiek in de hele Europese Unie (het Europees paspoort).⁵¹

1.2.3 Beleggersbescherming: ook professionele beleggers

Wat betreft de doelstelling van beleggersbescherming is het van belang op te merken dat de prospectusverordening eveneens beoogt bescherming te bieden aan professionele beleggers.^{52, 53} De richtlijn behoort in die zin dan ook niet tot het consumenten*acquis*. Er wordt in het prospectusregime rekening gehouden met de uiteenlopende behoefte aan bescherming van de diverse categorieën beleggers.⁵⁴ Voor aanbiedingen die uitsluitend voor professionele beleggers zijn bedoeld geldt geen prospectusplicht.⁵⁵ Daarnaast houdt de Europese wetgever ook rekening met het kostenaspect van het opstellen van een prospectus.⁵⁶ Voor aanbiedingen aan het publiek van effecten met een totale tegenwaarde in de EU van minder dan € 1 miljoen is dan ook geen prospectus verplicht.⁵⁷ De verordening staat wel toe dat lidstaten andere openbaarmakingsvoorschriften op nationaal niveau vaststellen, voor zover die voorschriften in verhouding tot deze aanbiedingen van effecten geen onevenredige of onnodige lasten vormen.⁵⁸ Voor aanbiedingen tussen € 1 miljoen en € 8 miljoen kunnen lidstaten een vrijstelling verlenen.⁵⁹ Deze vrijgestelde aanbiedingen van effecten aan het publiek komen dan niet in aanmerking voor de paspoortregeling en dus wederzijdse erkenning.⁶⁰ De uitgevende instelling kan

49. Scheltema & Scheltema 2009, p. 95.

50. Ovw 1, 3, 4, 5 en 83 twaalfde gedachtestreefje considerans prospectusverordening. Vgl. owv 30 considerans prospectusrichtlijn 2003 (oud). Zie mededeling actiekader financiële diensten, p. 10, en ook Van de Vijver 2010, p. 542-543.

51. Ovw 11 considerans prospectusverordening. Dit Europees paspoort is een toepassing voor financiële marktpartijen van het algemene Europeesrechtelijke beginsel van wederzijdse erkenning.

52. In de prospectusverordening aangeduid als gekwalificeerde beleggers. Voor de definitie van 'gekwalificeerde beleggers' wordt in art. 2 sub e prospectusverordening verwezen naar MiFID II: 'personen of entiteiten die worden genoemd in afdeling I, punten 1 tot en met 4, van bijlage II bij Richtlijn 2014/65/EU, en personen of entiteiten die op verzoek als professionele cliënten worden behandeld in overeenstemming met afdeling II van die bijlage, of die als in aanmerking komende tegenpartijen in de zin van artikel 30 van Richtlijn 2014/65/EU worden erkend, tenzij zij overeenkomstig afdeling I, vierde alinea, van die bijlage een overeenkomst zijn aangegaan om als niet-professionele cliënten te worden behandeld. Voor de toepassing van de eerste zin van dit punt delen beleggingsondernemingen en kredietinstellingen op verzoek van de uitgevende instelling de kwalificatie van hun cliënten aan de uitgevende instelling mede, mits aan de toepasselijke wetgeving inzake gegevensbescherming wordt voldaan'.

53. Kritisch ten aanzien van de verplichting een goedgekeurd prospectus te publiceren bij een aanbidding aan professionele beleggers, ongeacht of dit via een gereglementeerde markt geschiedt: Scheltema & Scheltema 2009, p. 93-94.

54. Ovw 15 considerans prospectusverordening.

55. Art. 1 lid 4 sub a prospectusverordening.

56. Ovw 12 considerans prospectusverordening.

57. Art. 1 lid 3 prospectusverordening.

58. Ovw 12 considerans prospectusverordening.

59. Art. 3 lid 2 sub prospectusverordening.

60. Ovw 13 considerans prospectusverordening.

wel vrijwillig een prospectus opstellen en dit door de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst laten goedkeuren. Na toetsing aan de geharmoniseerde prospectusregels kan goedkeuring worden verleend, waarna het beginsel van wederzijdse erkenning zijn volle werking krijgt.⁶¹

1.2.4 Geen harmonisatie materiële normen prospectusaansprakelijkheid

Het materiële recht dat van toepassing is op de privaatrechtelijke rechtsverhouding tussen de belegger en de bij het prospectus betrokken partijen wordt vooral door het nationale privaatrecht bepaald. Welke vorderingen een (potentiële) belegger heeft ten aanzien van de bij het prospectus betrokkenen wordt door de prospectusverordening niet geharmoniseerd. Ondanks het maximale karakter van de harmonisatie is zij beperkt tot de inhoudelijke prospectusvereisten. Kwesties als het misleidend karakter van het prospectus, toerekening, causaliteit en schadeberekening worden door het toepasselijke nationale privaatrecht beheerst. De prospectusverordening kent evenmin internationaalprivaatrechtelijke verwijzingsregels die regelen welk recht van toepassing is op de schadevergoedingsvorderingen.⁶² Deze materie wordt in een andere EU-verordening (Rome II) geregeld, maar op een manier die tot toepassing van evenzovele nationale regels leidt als er gedupeerden zijn die in verschillende lidstaten woonachtig of gevestigd zijn (zie hierna: par. 8.3). Hierdoor kan eenzelfde prospectus dat op basis van het Europees paspoort wordt gebruikt bij aanbiedingen van effecten in meerdere lidstaten onderworpen zijn aan verschillende toepasselijke aansprakelijkheidsregimes. De tweede doelstelling van de verordening wordt hierdoor ondermijnd.⁶³ Uitgevende instellingen kunnen door de rechtsonzekerheid over het toepasselijk recht ervan worden weerhouden effecten aan te bieden in lidstaten met een streng prospectusaansprakelijkheidsregime en de beschikbaarstelling van het prospectus beperken tot de lidstaten waar de uitgevende instelling haar effecten vanwege het aantrekkelijke aansprakelijkheidsregime wenst aan te bieden.⁶⁴

Het ontbreken van harmonisatie van zowel de materiële aansprakelijkheidsnormen als een verwijzingsregel betekent niet dat de verordening geen enkele invloed heeft op het aansprakelijkheidsregime. In de rechtspraak wordt de eerste doelstelling, beleggersbescherming, onderkend. Volgens de Hoge Raad in het *World Online*-arrest hebben beleggers door die bescherming⁶⁵ een groter vertrouwen in de effectenmarkt en wordt de goede werking van de financiële markt verzekerd. Zo schrijft de verordening voor dat de verantwoordelijkheid voor de verstrekte informatie al naar gelang van de aard van het geval ten minste berust bij de uitgevende instelling of bij zijn leidinggevend, toezichthoudend of bestuursorgaan, de aanbieder, de aanvrager van de toelating tot de handel op een gereguleerde markt of de garant.⁶⁶

61. Art. 4 lid 2 prospectusverordening.

62. Door rechters in de EU wordt het toepasselijk recht op vorderingen ingesteld door een belegger tegen een bij het prospectus betrokken partij bepaald door toepassing van de Rome II-verordening.

63. ESME Prospectus Report, p. 19.

64. Dit zou kunnen leiden tot een niet-beoogde hernieuwde fragmentatie in nationale markten. Zie: ESME Prospectus Report, p. 20.

65. Deze doelstelling wordt geëxpliciteerd in de considerans van de prospectusrichtlijnen 2001 en 2003 (oud).

66. Zie art. 11 lid 1 eerste zin prospectusverordening/art. 5:1 lid 1 Wft.

Vanwege het gebruik van de woorden ‘ten minste’ wordt de lidstaten enige ruimte geboden met betrekking tot de (rechts)personen die aansprakelijk kunnen zijn.⁶⁷ Bij de implementatie in de Nederlandse wetgeving heeft de wetgever hier geen keuze gemaakt; de verantwoordelijkheid voor het prospectus rust op grond van artikel 5:1 lid 1 Wft bij ten minste de uitgevende instelling of bij haar leidinggevend, toezichthoudend of besturend orgaan, de aanbieder, de aanvrager van een toelating tot de handel op een gereguleerde markt of de garant. Om de belegger goed te informeren welke personen verantwoordelijk zijn voor de inhoud ervan moeten deze duidelijk in het prospectus worden geïdentificeerd, waarbij tevens een door deze personen afgelegde verklaring is opgenomen dat, voor zover hun 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.⁶⁸

De prospectusverordening heeft, evenals de overige financieelrechtelijke Europese verordeningen en richtlijnen, in beginsel geen (directe) privaatrechtelijke gevolgen. Deze Europese wetgeving stelt normen vast voor financiële marktdeelnemers. Zij schrijft in beginsel slechts voor dat deze bestuursrechtelijk moeten worden gehandhaafd. Deze sancties moeten uiteraard wel doeltreffend, evenredig en afschrikkend zijn. De lidstaten zijn in beginsel vrij te bepalen óf, en zo ja op welke manier, deze normen straf- en/of civielrechtelijk worden gehandhaafd.⁶⁹ De verordening schrijft in artikel 11 lid 1 voor dat ten minste de uitgevende instelling of bij haar leidinggevend, toezichthoudend of bestuursorgaan, de aanbieder, de aanvrager van een toelating tot de handel op een gereguleerde markt of de garant, naargelang het geval, verantwoordelijk zijn voor het prospectus. Artikel 11 lid 2 schrijft voor dat de lidstaten er zorg voor moeten dragen dat de bepalingen van civielrechtelijke aansprakelijkheid mede van toepassing zijn op de personen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus verstrekte informatie. Deze bepaling is in zoverre uniek dat de overige financieelrechtelijke Europese verordeningen en richtlijnen slechts vereisen dat er in de nationale wetgeving wordt voorzien in een stelsel van passende en doeltreffende sancties; het is ongebruikelijk – zelfs bij maximumhar-

67. De Europese Commissie heeft van de Europese wetgever de opdracht gekregen een vergelijkend overzicht op te stellen van de aansprakelijkheidsregelingen in de lidstaten, omdat deze aanzienlijke onderlinge verschillen vertonen als gevolg van de nationale bevoegdheid op civielrechtelijk gebied (ovv 12 considerans herzieningsrichtlijn prospectus 2010 (oud)). De Commissie heeft de Europese toezichthouder ESMA per brief van 19 januari 2011 verzocht te assisteren bij het maken van dit overzicht. Op 30 mei 2013 heeft ESMA dit rapport openbaar gemaakt, zie ESMA report prospectus liability regimes.

68. Art. 11 lid 1 tweede zin prospectusverordening.

69. Art. 38 prospectusverordening; art. 30-31 marktmisbruikverordening; art. 70 MiFID II; art. 48 AIFMD. Vgl. HvJ EU 30 mei 2013, ECLI:EU:C:2013:344, zaak C-604/11 (*Genil 48 SL/Bankinter SA*) waarin het Hof overweegt dat art. 51 MiFID weliswaar bepaalt dat administratieve maatregelen of sancties worden opgelegd aan de verantwoordelijke personen indien de bepalingen niet worden nageleefd, maar dat deze bepaling noch preciseert dat de lidstaten contractuele gevolgen moeten vaststellen voor gevallen waarin overeenkomsten worden gesloten waarbij een beleggingsonderneming die een beleggingsdienst aanbiedt de beoordelingsvereisten van art. 19 lid 4 en 5 MiFID zoals omgezet in het nationale recht niet nakomt, noch duidelijk aangeeft welke gevolgen hieraan kunnen worden verbonden. Het is een aangelegenheid van het interne recht van elke lidstaat om de contractuele gevolgen van de niet-nakoming van deze verplichtingen vast te stellen, uiteraard met inachtneming van het gelijkwaardigheids- en het doeltreffendheidsbeginsel (r.o. 57).

monisatie – dat uitdrukkelijk wordt voorgeschreven dat een regel privaatrechtelijk moet kunnen worden gehandhaafd.⁷⁰

Naar Nederlands recht kunnen consumenten bij een misleidend prospectus een beroep doen op de regeling OHP. Een handelaar die een prospectus gebruikt dat het vermogen van de gemiddelde consument-belegger om een geïnformeerd beleggingsbesluit te nemen merkbaar heeft beperkt of kon beperken, handelt daarmee onrechtmatig jegens die consument. In beginsel rust op deze handelaar de bewijslast van de materiële juistheid en volledigheid van de informatie in het prospectus.⁷¹ Bovendien is de handelaar die onrechtmatig heeft gehandeld, aansprakelijk voor de daardoor ontstane schade bij de consument, tenzij hij bewijst dat de onjuistheid en/of onvolledigheid van de informatie niet aan hem te wijten was of op andere grond voor zijn rekening komt.⁷² Die aansprakelijkheid van de (bestuurders van) uitgevende instelling en de begeleidende banken voor mededelingen in het prospectus en buiten het prospectus om wordt verder uitgewerkt in par. 5 en 6. Afhankelijk van de gekozen aanbodingsstructuur en de rol van de begeleidende bank daarin bestaat er een contractuele rechtsverhouding tussen de uitgevende instelling of de verkopende aandeelhouder dan wel de verkopende begeleidende bank en de eerste belegger die de aangeboden effecten neemt.⁷³ De belegger die in deze primaire markt zijn transactie aangaat, kan een contractuele actie tegen zijn wederpartij instellen indien de effecten niet voldoen aan de omschrijving in het prospectus dat daardoor misleidend is.⁷⁴ Deze contractuele acties komen in deze monografie verder niet aan bod. Voorts is de algemene onrechtmatige daadsactie van artikel 6:162 BW een grond voor aansprakelijkheid. Schending van Wft-gedragsvoorschriften, die mede dienen ter implementatie van richtlijnen, levert in beginsel onrechtmatig gedrag van de financiële onderneming jegens de consument-belegger op. In het bijzonder heeft artikel 11 lid 2 van de prospectusverordening gevolgen voor de invulling van het causaliteitsvereiste en de bewijslast bij prospectusaansprakelijkheid. Dit wordt verder uitgewerkt in hoofdstuk 7.

1.3 Opbouw

Dit boek kent de volgende opbouw. In de introductie werd het doel en achtergrond van de prospectusverordening en de samenhang met de prospectusaansprakelijkheid naar Nederlands recht geschetst. In hoofdstuk 2 komt de geschiedenis van de prospectusaansprakelijkheid in het Nederlands BW aan bod. Ook bevat dit hoofdstuk een introductie op de prospectusplicht en de bij de opstelling en goedkeuring van het prospectus betrokken partijen. Hoofdstuk 3 geeft in het kort de inhoudelijke prospectusvoorschriften weer. Ook worden de verschillende regimes met lichtere

70. Scheltema & Scheltema 2009, p. 105-106 verwijzend naar art. 11 richtlijn oneerlijke handelspraktijken en Van Boom 2008, p. 6.

71. Art. 6:193j lid 1 BW.

72. Art. 6:193j lid 2 BW.

73. Asser/De Serièrè 2-IV 2017/436 en Asser/De Serièrè 2-IV 2017/439.

74. Van der Velden onderscheidt drie contractuele acties die de koper van de effecten tegen zijn contractuele wederpartij kan instellen indien de effecten niet voldoen aan de omschrijving in het prospectus dat daardoor onjuist en/of onvolledig is: (i) schadevergoeding voor toerekenbare tekortkoming in de nakoming, (ii) ontbinding op grond van een tekortkoming in de nakoming en (iii) vernietiging op grond van dwaling. Zie Van der Velden 2003, p. 690-691.

informatieverplichtingen die de prospectusverordening biedt, besproken. In hoofdstuk 4 staat de rol van de begeleidende banken en het due diligence onderzoek centraal. De gevolgen van de regeling oneerlijke handelspraktijken voor de aansprakelijkheidspositie van de uitgevende instelling en/of de begeleidende banken jegens de consument-belegger wordt in hoofdstuk 5 besproken. In dit hoofdstuk worden ook de aansprakelijkheid voor de samenvatting van het prospectus en de bestuurdersaansprakelijkheid voor een misleidend prospectus behandeld. In hoofdstuk 6 behandel ik het aansprakelijkheidsregime voor mededelingen buiten het prospectus om. De gevolgen van het Europese prospectusregime voor de bewijslevering dan wel de omkering van de bewijslast bij het causaliteitsvereiste bij prospectusaansprakelijkheid wordt in hoofdstuk 7 behandeld. In hoofdstuk 8 behandel ik de internationaalprivaatrechtelijke onderwerpen van bevoegdheid, toepasselijk recht en litispending bij prospectusaansprakelijkheidsvorderingen. In hoofdstuk 9 staat de handhaving van de schadevergoedingsvorderingen vanwege een misleidend prospectus centraal. De verjaringsproblematiek en het collectieve schadeverhaal komen in dat hoofdstuk aan bod. Ten slotte bevat hoofdstuk 10 nog een samenvatting en enkele concluderende opmerkingen.