

## (Prospectus)aansprakelijkheid van bestuurders bij beursgang en emissie, in het bijzonder onder de Wet oneerlijke handelspraktijken

Mr. J.P. Franx, actueel tot 19-08-2014

Actueel tot	19-08-2014
Auteur	Mr. J.P. Franx <sup>[1]</sup>
Vakgebied(en)	Financieel recht (V) Ondernemingsrecht (V)

In 1980 werd een wettelijke regeling inzake prospectusaansprakelijkheid afgeschaft, welke voorzag in een rechtstreekse doorbraak van aansprakelijkheid naar bestuurders en commissarissen van de uitgevende instelling. Sinds oktober 2008 is de Wet oneerlijke handelspraktijken (art. 6:193a-j BW) van kracht. De vraag is gerezen of deze wet opnieuw en wellicht onbedoeld doorbraak van (prospectus)aansprakelijkheid naar (in het bijzonder) bestuurders van de uitgevende instelling mogelijk maakt. Aan de hand van een analyse van de Wet en de Richtlijn oneerlijke handelspraktijken en de huidige leer inzake bestuurdersaansprakelijkheid wordt deze vraag onderzocht. Tevens wordt het optreden van bestuurders van de uitgevende instelling in het kader van een beursgang of emissie stapsgewijs in kaart gebracht en wordt nagegaan op welke punten zij mogelijk het risico van aansprakelijkheid voor misleidende mededelingen in of buiten het prospectus lopen.

### 1. Inleiding

In deze bijdrage worden de aansprakelijkheidsrisico's van bestuurders geanalyseerd wanneer de uitgevende instelling betrokken is bij een beursgang of (vervolg)emissie. In het bijzonder wordt het vizier gericht op de Wet oneerlijke handelspraktijken (art. 6:193a-j BW), welke de aansprakelijkheid jegens consumenten – in dit geval dus consument-beleggers – regelt. Een enkele keer zal een verband met de regeling van misleidende reclame (art. 6:194-196 BW) worden gelegd, die bescherming beoogt te bieden aan bedrijfsmatig handelende partijen.

### 2. Rechtstreekse doorbraak: *l'histoire se répète?*

Soms lijkt een wettelijke regel waarvan men verlost dacht te zijn in andere gedaante weer op te duiken. In 1980 werd met de implementatie van de Richtlijn misleidende reclame<sup>[2]</sup> een oude, uit 1928 stammende regeling inzake prospectusaansprakelijkheid<sup>[3]</sup> afgeschaft. Het betreft de art. 1416a-d BW (oud), een speciesregeling van onrechtmatige daad, die niet alleen de uitgevende instelling maar met haar ook haar bestuurders en commissarissen hoofdelijk aansprakelijk voor een misleidend prospectus verklaarde. Onder deze regeling volgt uit de prospectusaansprakelijkheid van de rechtspersoon *van rechtswege* de aansprakelijkheid van zijn bestuurders en commissarissen. Een concreet (onrechtmatig)

handelen van laatstgenoemden is daarvoor geen vereiste. Deze prospectusaansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen is door Van Solinge gekarakteriseerd als een voorbeeld van *rechtstreekse* doorbraak van aansprakelijkheid. Rechtstreekse doorbraak kan uitsluitend plaatsvinden op grond van een wettelijke regel.<sup>[4]</sup> Zulks in tegenstelling tot de *indirecte* of *quasi*-doorbraak, waarbij het gaat om een *eigen* onrechtmatige daad van de bestuurder welke leidt tot zijn persoonlijke aansprakelijkheid onder (veelal) art. 6:162 BW.<sup>[5]</sup>

Vanaf 1980 werd een prospectus als 'reclame' in de zin van de Richtlijn MVR beschouwd en viel prospectusaansprakelijkheid in haar geheel onder het regime van (de voorlopers van) de art. 6:194-196 BW. Op 15 oktober 2008 trad de Wet oneerlijke handelspraktijken bestaande uit de nieuwe art. 6:193a-j BW in werking. De Wet OHP vormt de implementatie van de Richtlijn OHP.<sup>[6]</sup> Daarmee vertakte het enkele spoor van de art. 6:194-196 BW zich in een dubbel spoor. Het uitbrengen van een misleidend prospectus aan consument-beleggers is voortaan een oneerlijke handelspraktijk in de zin van art. 6:193a e.v. BW. Benadert men *bedrijfsmatig handelende* beleggers met een misleidend prospectus, dan is nog steeds sprake van het openbaar maken van een misleidende mededeling onder art. 6:194 BW.

Onder 'handelspraktijk' wordt volgens art. 6:193a lid 1(d) BW verstaan: 'iedere handeling, omissie, gedraging, voorstelling van zaken of commerciële communicatie (...) van een handelaar, die rechtstreeks verband houdt met de verkoopbevordering, verkoop of levering van een product aan consumenten'. Een 'handelaar' is in art. 6:193a lid 1(b) BW gedefinieerd als een 'natuurlijk persoon of rechtspersoon die handelt in de uitoefening van een beroep of bedrijf *of degene die ten behoeve van hem handelt*' [curs. JPF]. Het lijkt geen twijfel dat de uitgevende instelling die in het kader van een aanbieding van effecten aan het consumentenpubliek een prospectus uitbrengt een handelaar is die een handelspraktijk verricht in de zin van art. 6:193a BW. In de literatuur is op diverse plaatsen, tot nu toe in voorzichtige bewoordingen, de mogelijkheid geopperd dat bestuurders van de uitgevende instelling zelf ook als handelaar kwalificeren, omdat zij 'ten behoeve van' de uitgevende instelling zouden handelen. De bestuurders zouden daarmee mogelijk dezelfde aansprakelijkheidsrisico's onder de Wet OHP lopen als de uitgevende instelling zelf.<sup>[7]</sup> Door andere auteurs wordt een (voorzichtig) afwijzend standpunt ingenomen.<sup>[8]</sup> Beide visies zijn tot nu toe (zeer) summier gemotiveerd. In het bijzonder wordt geen aandacht besteed aan de rol die de bestuurder in het bredere verband van een kapitaalmarkttransactie vervult, niet alleen ten aanzien van het prospectus maar ook ten aanzien van andere externe mededelingen van de uitgevende instelling. Ook worden de Richtlijn OHP en zijn totstandkomingsgeschiedenis buiten beschouwing gelaten.

In een tijd waarin bestuurders van uitgevende (financiële) instellingen onder vuur van beleggers liggen wegens het beweerdelijk doen van misleidende mededelingen lijkt het nuttig om nader in te gaan op de vraag hoe het 'ten behoeve van'-criterium van art. 6:193a lid 1(b) BW moet worden ingevuld. Als de bestuurder eronder zou vallen, zou dit volgens Timmerman een behoorlijke uitdijning van de aansprakelijkheid van bestuurders tot gevolg hebben.<sup>[9]</sup> De Wet OHP hanteert immers niet de verzwaarde maatstaf van het persoonlijk ernstig verwijt die doorgaans wordt gebruikt voor de aansprakelijkheid van bestuurders voor werkzaamheden die zij in het kader van hun taakuitoefening voor de vennootschap verrichten. Daarnaast zou de bewijslast voor de juistheid en volledigheid van het prospectus en voor de (afwezigheid van) toerekenbaarheid op grond van art. 6:193j BW op de aangesproken bestuurder komen te rusten.

Bespreking van het 'ten behoeve van'-criterium is in deze bijdrage ingebed in een integrale behandeling van de positie van de bestuurder onder de Wet OHP in gevallen waarin de uitgevende instelling betrokken is bij een beursgang of (vervolg)emissie.

### 3. Richtlijn OHP: geen aansprakelijkheidsrecht

Kijkt men naar de totstandkomingsgeschiedenis van de Richtlijn OHP, dan valt op dat in het oorspronkelijke voorstel van de Commissie de definitie van 'handelaar' als volgt luidt:

“verkoper of leverancier (hierna “handelaar”): een natuurlijke persoon of rechtspersoon die bij onder deze richtlijn vallende handelspraktijken handelt voor doeleinden die betrekking hebben op zijn bedrijfs- of beroepsactiviteit.”<sup>[10]</sup>

Een gelijkstelling met de handelaar van derden die te zynen behoefte optreden maakt van deze definitie nog geen deel uit. De eerste aanzet daartoe is later gegeven door het Europees Parlement bij het indienen van een aantal amendementen. Voorgesteld wordt om onder 'handelaar' eveneens te verstaan:

“de personen die, hetzij in eigen naam, hetzij in naam of voor rekening van een al dan niet rechtspersoonlijkheid bezittende derde, met of zonder winstoogmerk, een commerciële, financiële of industriële activiteit uitoefenen en die producten of diensten te koop aanbieden of verkopen.”<sup>[11]</sup>

Dit amendement wordt als volgt toegelicht:

“Er moet voor gezorgd worden dat de bevordering van concurrentie door derden ook onder de bepalingen van de richtlijn valt, omdat in de praktijk steeds vaker *oneerlijke praktijken door derden worden bedreven die in opdracht* handelden van een verkoper of leverancier. Ook door de *gezamenlijke* activiteiten van talrijke ondernemingen (reclame, exploitatie, verzending) is vaak niet na te gaan wie er exact verantwoordelijk is voor de verstoring.” [curs. JPF]

Vervolgens komt de Raad in zijn gemeenschappelijke standpunt op basis van genoemd amendement tot de tekst die ook de definitieve tekst van de richtlijn is geworden:

“handelaar: een natuurlijke persoon of rechtspersoon die die handelspraktijken verricht die onder deze richtlijn vallen en die betrekking hebben op zijn bedrijfs- of beroepsactiviteit, alsook degene die in naam van of voor rekenschap van hem optreedt.”<sup>[12]</sup>

'Degene die in naam van of voor rekenschap van hem optreedt' is door de Nederlandse wetgever omgezet in de formulering 'degene die ten behoeve van hem handelt', vermoedelijk om de terminologie gelijk te trekken met die van art. 6:194 BW. Interessant is de toelichting die de Raad geeft bij het overnemen van het amendement van het Europees Parlement:

“Amendement 14 ((...): definitie van "verkoper of leverancier"): met het doel van het amendement is rekening gehouden bij de nieuwe formulering van punt b), waarbij in aanmerking genomen is *dat aansprakelijkheid niet gereguleerd wordt in de onderhavige richtlijn*.”<sup>[13]</sup> [curs. JPF]

Van dit laatste kijkt de Nederlandse jurist even op. Het draait in de Wet OHP toch allemaal om aansprakelijkheid? Jazeker, maar in de *Richtlijn* OHP geenszins. De kernbepaling van art. 5 lid 1 Richtlijn OHP luidt: 'Oneerlijke handelspraktijken zijn verboden'. De wijze waarop de wetgever de richtlijn in zijn eigen nationale recht implementeert valt onder de regelingsvrijheid die het Europese

recht aan de lidstaten laat, zolang maar het nuttig effect en het beschermingsniveau van de richtlijn worden gewaarborgd.<sup>[14]</sup> De Nederlandse wetgever heeft gekozen voor een gemengd stelsel, waarbij de normen van de Richtlijn OHP als speciesregeling van de onrechtmatige daad zijn verankerd in afdeling 6.3.3A BW en elders met publiekrechtelijke sancties zijn versterkt.<sup>[15]</sup> De wetgever had ook kunnen volstaan met een publiekrechtelijk verbod. Een en ander is van belang, omdat hierdoor duidelijk wordt dat uit de bewoordingen van de Richtlijn OHP geen conclusies voor het aansprakelijkheidsrecht mogen worden getrokken. De Richtlijn OHP regelt het aansprakelijkheidsrecht niet. De Raad lijkt in zijn toelichting te hebben voorzien dat de uitbreiding van het begrip 'handelaar' met derden die in zijn naam of voor zijn rekening handelen op dit punt wel eens tot misverstanden zou kunnen leiden. Zulks niet geheel ten onrechte als men de thans in Nederland ontluikende gedachtewisseling in ogenschouw neemt. De Raad lijkt er daarom op te willen wijzen dat – voor het geval de Richtlijn OHP in het nationale aansprakelijkheidsrecht wordt omgezet – uit deze tekstuele aanpassing op zichzelf nog niet volgt dat derden die 'in naam of voor rekenschap van' een handelaar optreden gelijkelijk met hem aansprakelijk zijn. Richtlijnconforme interpretatie dwingt ertoe ook de in het Nederlandse recht geïmplementeerde 'ten behoeve van'-formule in dat licht te bezien. Zou men de formule zodanig toepassen dat bestuurders van rechtswege met de uitgevende instelling aansprakelijk zijn voor het onrechtmatig handelen van laatstgenoemde, dan zou daarmee in feite de in 1980 afgeschafte rechtstreekse doorbraak van prospectusaansprakelijkheid naar bestuurders (en mogelijk ook andere functionarissen) opnieuw worden geïntroduceerd.<sup>[16]</sup> Aan 'ten behoeve van' zou dan de betekenis van een rechtstreekse doorbraakregel worden gegeven. Een dergelijke interpretatie heeft geen enkele basis in de totstandkomingsgeschiedenis van de Richtlijn OHP en gaat mij ook overigens te ver. Voor rechtstreekse doorbraak is naar mijn mening een expliciete verwijzing in de wet naar aansprakelijkheid van bestuurders vereist, zoals in art. 2:138/248 BW en in de art. 1416a-d BW (oud).

## 4. Wat betekent 'ten behoeve van' dan wèl?

Aannemende dat 'ten behoeve van' in art. 6:193a lid 1(b) BW er niet toe strekt om (hoofdelijke) medeaansprakelijkheid van derden te vestigen voor oneerlijke handelspraktijken verricht door de handelaar – en dus anders dan de art. 1416a-d BW (oud) *niet* voorziet in een *rechtstreekse* doorbraak van aansprakelijkheid – wat is dan wèl de betekenis van die woorden? Ook op dit punt geeft de totstandkomingsgeschiedenis van de Richtlijn OHP, zoals geschetst in de vorige paragraaf, de richting aan. Het punt dat het Europees Parlement met zijn amendement tracht te waarborgen is, dat niet alleen de 'eigenlijke' handelaar, maar ook derden die door hun *eigen* feitelijk handelen een oneerlijke handelspraktijk verrichten in opdracht van of samen met die handelaar, de richtlijn tegen zich moeten laten gelden.<sup>[17]</sup> Deze derden kunnen zich niet verweren met het argument dat zij niet als 'handelaar' in de zin van de richtlijndefinitie kwalificeren, bijv. omdat de aangeboden producten van een ander afkomstig zijn of omdat zij niet verantwoordelijk zijn voor de inhoud van het promotiemateriaal. Ik geef een voorbeeld uit de emissiepraktijk. De uitgevende instelling, de lead manager en de andere syndicaatsleden (co-managers) worden door een belangenstichting van consument-beleggers aangesproken tot schadevergoeding wegens het uitbrengen van een misleidend prospectus. De uitgevende instelling heeft te gelden als handelaar die een handelspraktijk heeft verricht, want zij heeft zich in de uitoefening van haar bedrijf door middel van het prospectus tot het consumentenpubliek gericht in het kader van een plaatsing van haar eigen effecten. De lead manager en de co-managers,

die *in opdracht* van de uitgevende instelling handelen, hebben hard copies van het prospectus aan beleggers verstrekt en hebben daarmee eveneens *zelf* een handelspraktijk verricht. Hun eventuele verweer dat zij niet als 'handelaar' kwalificeren, omdat het prospectus betrekking heeft op 'producten' die een ander – te weten de uitgevende instelling – in de uitoefening van zijn bedrijf aanbiedt gaat niet op, want zij treden als opdrachtnemers op 'ten behoeve van' de uitgevende instelling.<sup>[18]</sup> Overigens impliceert in bovenstaand voorbeeld het feit dat alle aangesproken partijen als 'handelaren' een oneerlijke handelspraktijk hebben verricht nog niet dat ieder van hen aansprakelijk is voor de daardoor veroorzaakte schade. Hun posities als gedaagden in de procedure kunnen aanzienlijk verschillen. Dat komt omdat voor het aannemen van aansprakelijkheid ten aanzien van ieder van hen ook de overige bestanddelen van onrechtmatige daad vast moeten komen te staan. Zo zal de uitgevende instelling in het algemeen in geval van misleidende prospectusinformatie geen succesvol toerekenbaarheidsverweer kunnen voeren; de lead manager die adequaat due diligence onderzoek heeft verricht in beginsel wel.<sup>[19]</sup> Voor de co-managers zou wellicht kunnen gelden dat zij – anders dan de uitgevende instelling en de lead manager – vanwege hun doorgaans zeer geringe inhoudelijke bemoeienis met het prospectus aanspraak kunnen maken op verlichting van hun bewijspositie. De rechter zou daartoe ten behoeve van de co-managers de dubbele bewijslastomkering van art. 6:193j BW op billijkheidsgronden (gedeeltelijk) kunnen terugdraaien.<sup>[20]</sup> De kwalificatie als handelaar, of deze nu rechtstreeks of indirect via de 'ten behoeve van'-formule plaatsvindt, is niet bepalend voor mogelijke aansprakelijkheid van de betreffende partij. In dezelfde procedure kan de ene handelaar wel en de andere niet aansprakelijk worden gehouden. Het betoog dat de bestuurder niet – in termen van de Richtlijn OHP – 'in naam of voor rekening van' de uitgevende instelling zou handelen vind ik moeilijk houdbaar. Handelen in naam of voor rekening van de vennootschap maakt immers deel uit van de bevoegdheid tot vertegenwoordiging, een van de kernbevoegdheden van het bestuur. Het feit dat de bestuurder deel uitmaakt van de interne organisatie van de rechtspersoon en dat zijn bevoegdheid uit de wet voortvloeit,<sup>[21]</sup> en niet uit een specifieke opdracht of volmacht, brengt hem niet als 'handelaar' buiten het toepassingsbereik van de Wet OHP. Wanneer een bestuurder op grond van zijn *eigen* onrechtmatig handelen aansprakelijk wordt gehouden onder de Wet OHP, kan gesproken worden van een *indirecte* of *quasi*-doorbraak van aansprakelijkheid. Aansprakelijkheid van de bestuurder volgt dan – anders dan in de regeling van de art. 1416a-d BW (oud) – niet van rechtswege uit het onrechtmatig handelen van de rechtspersoon, maar is gebaseerd op zijn *eigen* feitelijke handelen. Hieronder zal worden uiteengezet dat dit bij een op maat gesneden toepassing van de Wet OHP niet tot substantiële toename van bestuurdersaansprakelijkheid hoeft te leiden.

## 5. Aansluiting met bestuurdersaansprakelijkheid

### 5.1 Secundair ouderschap

Het uitbrengen van een prospectus en het doen van externe mededelingen in zijn algemeenheid in het kader van een beursgang of emissie zijn handelingen die in het maatschappelijk verkeer als gedragingen van de uitgevende instelling hebben te gelden.<sup>[22]</sup> In geval van misleiding is deze daarvoor *primair* aansprakelijk uit hoofde van onrechtmatige daad. Het is mogelijk dat niet alleen de rechtspersoon, maar ook de handelende functionaris jegens derden in persoon aansprakelijk is.<sup>[23]</sup> In onrechtmatige daad situaties hebben zich twee aansprakelijkheidscategorieën in literatuur en

[24]

jurisprudentie uitgekristalliseerd.<sup>[24]</sup> Ten eerste kan de functionaris ex art. 6:162 BW aansprakelijk zijn vanwege de rol die hij heeft gespeeld bij de normschending door de rechtspersoon (*secundair ouderschap*). Hem moet ter zake persoonlijk een *ernstig verwijt* kunnen worden gemaakt.<sup>[25]</sup> Daarvan zal doorgaans sprake zijn wanneer hij wist of redelijkerwijs behoorde te weten dat zijn handelen in een onrechtmatige daad van de rechtspersoon zou resulteren. De aansprakelijkheid van de functionaris is afgeleid van die van de rechtspersoon. De bestuurder die namens de uitgevende instelling bewust onjuiste of onvolledige informatie verstrekt hetzij rechtstreeks aan beleggers hetzij aan de lead manager, wetende dat het prospectus daardoor misleidend zal zijn, kan derhalve aansprakelijk worden gehouden wegens secundair ouderschap.

## 5.2 Rechtstreeks ouderschap

De tweede categorie wordt wel aangeduid als *rechtstreeks ouderschap*. Ook in dit geval heeft de functionaris in de uitoefening van zijn functie gehandeld en wordt zijn handelen aan de rechtspersoon als eigen gedraging toegerekend. Maar tegelijkertijd heeft hij zelf een (mede) tot hem in persoon gerichte wettelijke norm of ongeschreven zorgvuldigheidsnorm overtreden. Rechtspersoon en functionaris kunnen in dit geval naast elkaar dezelfde norm hebben geschonden. Hun aansprakelijkheid is, in de woorden van De Valk, 'als het ware nevensgeschikt'.<sup>[26]</sup> Bij rechtstreeks ouderschap is persoonlijke verwijtbaarheid voldoende om tot aansprakelijkheid te komen. Anders dan bij secundair ouderschap, geldt in beginsel niet het vereiste van 'ernstig' verwijt. Zijn er normen die zich in het kader van de informatievoorziening bij een beursgang of emissie (mede) richten tot de bestuurder *in persoon*? Conceptueel zie ik twee mogelijke invalshoeken: (a) de wettelijke norm van art. 6:193a (resp. 6:194) e.v. BW; (b) een ongeschreven zorgvuldigheidsnorm als bedoeld in art. 6:162 lid 2 BW. Beide laat ik hieronder de revue passeren.

### 5.2.1 Rechtstreeks ouderschap onder de Wet OHP

Zoals gezegd, verklaart de Richtlijn OHP niet alleen de oneerlijke handelspraktijk van de 'eigenlijke' handelaar onrechtmatig, maar ook de *eigen* handelspraktijk van degene die in naam of voor rekening van hem handelt. Aannemelijk is dat de bestuurder van de uitgevende instelling zo iemand is.<sup>[27]</sup> Daaruit volgt dat de bestuurder die *zelf* – dat wil zeggen door zijn *eigen* feitelijke optreden – een oneerlijke handelspraktijk verricht, naast de uitgevende instelling in persoon op grond van de Wet OHP aansprakelijk kan worden gehouden. In termen van bestuurdersaansprakelijkheid is sprake van *rechtstreeks ouderschap*. De norm van de Wet OHP richt zich immers niet slechts tot de uitgevende instelling zelf als 'handelaar', maar ook tot bestuurders (en andere derden) die via de 'ten behoeve van'-route als 'handelaar' kwalificeren.

Aangezien sprake is van rechtstreeks ouderschap, geldt voor aansprakelijkheid van de bestuurder op grond van de Wet OHP in beginsel niet de verhoogde drempel van 'ernstig verwijt'. Ernstige verwijtbaarheid, in de zin van (geobjectiveerde) wetenschap van misleiding, ligt ook niet in de anti-misleidingsnorm van de Wet OHP besloten.<sup>[28]</sup>

### 5.2.2 Rechtstreeks ouderschap onder een ongeschreven zorgvuldigheidsnorm

Rechtstreekse aansprakelijkheid van een bestuurder kan ook worden aangenomen wanneer deze in strijd heeft gehandeld met een op hem *persoonlijk* rustende zorgvuldigheidsverplichting. Er is dan sprake van schending door de bestuurder van een ongeschreven, losstaande zorgvuldigheidsnorm die zich tot hem in persoon richt. In dat geval gelden de gewone regels van onrechtmatige daad. In

het bijzonder geldt niet de verhoogde drempel van het ernstig verwijt. Een en ander is recentelijk door de Hoge Raad bevestigd in het Spaanse Villa-arrest.<sup>[29]</sup> Het betreft in die zaak een bestuurder die zich naast de vennootschap *persoonlijk* tegenover kopers heeft gepresenteerd als deskundig bemiddelaar ten aanzien van de Spaanse onroerend goed markt. Naast de vennootschap was ook de bestuurder zelf professioneel nauw betrokken bij de totstandkoming van koopovereenkomsten. Daarmee heeft de bestuurder zich een *persoonlijke* zorgplicht op de hals gehaald.

Is er naast de anti-misleidingsnorm van de Wet OHP ruimte voor een ongeschreven 'losstaande zorgvuldigheidsnorm' op grond waarvan een bestuurder van de uitgevende instelling door beleggers persoonlijk aansprakelijk kan worden gehouden voor misleidende informatie in het kader van een emissie? Om meerdere redenen zou ik bij het opleggen van een dergelijke zorgplicht aan de bestuurder zeer terughoudend willen zijn. Allereerst verschilt de positie van een bestuurder van de uitgevende instelling bij een beursgang of emissie aanzienlijk van die van bestuurder Van de Riet in het Spaanse Villa arrest. Eerstgenoemde presenteert zich, anders dan Van de Riet, niet persoonlijk als deskundige in het kader van de transactie en is daarbij niet in persoon professioneel betrokken. Een ander verschil is, dat de Hoge Raad aan Van de Riet als bestuurder een zorgplicht oplegde jegens een concrete derde, te weten Hoffmann c.s. als kopers van het onroerend goed. De zorgplicht was daardoor goed afgebakend. Een mogelijke zorgplicht jegens *alle* potentiële beleggers in effecten van de uitgevende instelling is onbegrensd. De bestuurder zou daardoor in feite gebombardeerd worden tot waakhond of gatekeeper van de kapitaalmarkt. De bekende Amerikaanse vennootschapsjurist en hoogleraar John C. Coffee Jr. is van mening dat de (one tier) board of directors 'typically does not qualify as a gatekeeper because its members typically serve too few corporations to have developed reputational capital as monitors'. Deze argumentatie, die met name is toegesneden op non-executive directors, geldt naar mijn mening ook voor uitvoerend bestuurders.<sup>[30]</sup>

Van Baalen bepleit – buiten de context van bestuurdersaansprakelijkheid – terughoudendheid bij het aannemen van ongeschreven zorgplichten op de kapitaalmarkt. Volgens hem dient, mede in het belang van de rechtszekerheid, primair aansluiting te worden gezocht bij wetsovertreding als maatstaf voor onrechtmatig handelen en veel minder bij de regels van maatschappelijke zorgvuldigheid. Hij doelt daarbij op onrechtmatig handelen door overtreding van marktregels van de Wft.<sup>[31]</sup> Ik zou menen dat eenzelfde argumentatie opgaat voor de Wet OHP. Evenals de Wft bevat de Wet OHP regels inzake marktgedrag, zij het voor de consumentenmarkt in den brede.<sup>[32]</sup> Deze omvat mede de kapitaalmarkt waar het betreft de bejegening van consument-beleggers. Bij emissies op de kapitaalmarkt pleit het door Van Baalen genoemde argument van rechtszekerheid er dus voor om onrechtmatigheid zoveel mogelijk op te hangen aan overtreding van de Wet OHP zelf, en niet aan ongeschreven zorgplichten. Tevens geldt dat de Wet OHP nu juist de codificatie van een, voorheen ongeschreven, zorgvuldigheidsnorm behelst.<sup>[33]</sup> De hypothese dat dit slechts een gedeeltelijke codificatie zou zijn, waardoor allerhande ongeschreven zorgplichten zijn blijven bestaan, doet gekunsteld aan.

## 6. Mate van verwijtbaarheid bij rechtstreeks ouderschap

In par. 5.2.1 is uiteengezet dat rechtstreeks ouderschap van een bestuurder kan voortvloeien uit schending van de Wet OHP en dat daarvoor in beginsel niet de eis van het ernstig verwijt geldt. Een belangrijk nadeel daarvan is, dat bestuurders eerder aansprakelijk kunnen worden gehouden voor

activiteiten die zij in het kader van hun taakuitoefening verrichten en die primair als handelingen van de uitgevende instelling zouden moeten gelden. In de context van de kapitaalmarkt kan dit leiden tot te grote terughoudendheid van bestuurders bij het initiëren van en het vervullen van hun rol in kapitaalmarkttransacties. In zijn conclusie bij het Spaanse Villa-arrest heeft A-G Timmerman in het kader van rechtstreeks ouderschap het volgende betoogd:

“Er is in die zin sprake van een “gewone” onrechtmatige daad. Het is systematisch het meest zuiver om dan ook (alleen) de daarbij geldende maatstaf te hanteren. Anderzijds hebben we het over situaties waarin sprake is van handelingen die (ook) als gedragingen van de vennootschap kunnen worden aangemerkt en waar deze (mogelijk) voor aansprakelijk is. De functionaris handelde in de context c.q. ten behoeve van de vennootschap. Er valt daarom m.i. wel veel voor te zeggen om de lat voor persoonlijke aansprakelijkheid ook in deze situaties toch hoger te leggen dan wanneer de rol als functionaris geen enkele rol speelt.”<sup>[34]</sup>

Versta ik Timmerman goed, dan is de laatste zin een pleidooi voor het hanteren van het persoonlijk ernstig verwijt ook in situaties van rechtstreeks ouderschap, zolang het maar handelingen betreft die de bestuurder in functie verricht. Het criterium van ernstig verwijt wordt vastgeknoopt aan handelen in functie en blijft niet beperkt tot secundair ouderschap. Een dergelijk pleidooi verdient naar mijn mening steun. In veel gevallen van rechtstreeks ouderschap zal het gaan om schending van normen die zich zowel tot de uitgevende instelling als tot de bestuurder in persoon richten. De anti-misleidingsnorm van de Wet OHP is daar een voorbeeld van. Zolang de bestuurder zich in de context van een emissie uitsluitend als functionaris van de uitgevende instelling en niet – zoals in de casus van het Spaanse Villa arrest – persoonlijk als zelfstandige (deskundige) partij naast de uitgevende instelling profileert, lijkt het weinig consistent om een route naar rechtstreekse persoonlijke aansprakelijkheid te openen waarvoor minder zware criteria zouden gelden dan voor secundaire aansprakelijkheid als functionaris. Aansprakelijkheid van de bestuurder wegens rechtstreeks ouderschap *zonder dat* hem de bescherming van de verzwaarde maatstaf van het ernstig verwijt dient toe te komen blijft op zichzelf wel denkbaar. Ik noem als voorbeeld de bestuurder die zich, zonder toestemming van de uitgevende instelling en de lead manager, tegenover vrienden en familie persoonlijk profileert als ‘kenner’ van de uitgevende instelling en hen er met gebruik van misleidende informatie toe beweegt op de effecten in te schrijven. Een dergelijke handelwijze staat dermate ver van het reguliere takenpakket van de bestuurder af, dat deze geen aanspraak moet kunnen maken op de beschermende werking van het persoonlijk ernstig verwijt.

## 7. Ernstig verwijt en Wet OHP

In het voorgaande is ervan uitgegaan dat voor aansprakelijkheid van de bestuurder bij rechtstreeks ouderschap *in beginsel* niet het verzwaarde criterium van ernstig verwijt geldt. Vervolgens is, in navolging van Timmerman, bepleit om dit criterium voor werkzaamheden binnen zijn reguliere taakuitoefening toch wèl te laten gelden.<sup>[35]</sup> Bij dit laatste dient iets langer te worden stilgestaan in verband met de mogelijkheid van rechtstreeks ouderschap van de bestuurder onder de Wet OHP. Ernstige verwijtbaarheid maakt immers geen deel uit van het normenstelsel van de Wet OHP. Zoals gezegd ligt het ernstig verwijt niet besloten in de anti-misleidingsnorm van art. 6:193b-c BW. Het ligt evenmin besloten in het in de Wet OHP gehanteerde toerekeningsverband, dat blijkens art. 6:193j lid 2 BW ‘gewone schuld’ behelst. Staat het aanleggen van de drempel van het ernstig verwijt niet op



gespannen voet met de Wet OHP?

Ik zou deze vraag ontkennend willen beantwoorden. De belangrijkste reden hiervoor is in het voorgaande al genoemd: de Richtlijn OHP streeft weliswaar maximumharmonisatie na, maar regelt het aansprakelijkheidsrecht niet. De centrale norm van art. 5 lid 1 Richtlijn OHP is gegoten in de vorm van een verbod en luidt kort en krachtig: 'Oneerlijke handelspraktijken zijn verboden'. Met het implementeren van de Richtlijn OHP als speciesregeling van de onrechtmatige daad heeft de Nederlandse wetgever gebruik gemaakt van de regelingsvrijheid die de richtlijn biedt. Diezelfde vrijheid geldt ook voor het invullen (niet alleen door de wetgever, maar ook door de rechter) van de parameters voor aansprakelijkheid. Eén daarvan is het al dan niet vereisen van ernstige verwijtbaarheid.

Op het niveau van het Nederlandse recht zie ik rechtssystematisch geen bezwaar. In het kader van bestuurdersaansprakelijkheid ex art. 6:162 BW is het immers al geruime tijd vaste leer om het ernstig verwijt als verhoogde drempel voor aansprakelijkheid op te werpen, dit terwijl art. 6:162 BW daarin niet voorziet. Gegeven het feit dat de Wet OHP, zoals gezegd, een speciesregeling is van art. 6:162 BW zie ik niet waarom ernstige verwijtbaarheid niet ook bij de beoordeling van bestuurdersaansprakelijkheid onder deze speciesregeling als maatstaf zou kunnen worden gehanteerd. Kortom, zowel het Europese richtlijnenrecht als de systematiek en eenheid van het Nederlandse recht laten toe dat voor het beoordelen van bestuurdersaansprakelijkheid onder de Wet OHP de verzwaarde drempel van het ernstig verwijt wordt gehanteerd. Sterker nog, de wenselijkheid van behoud van eenheid van ons stelsel van bestuurdersaansprakelijkheid pleit hiervoor. Er is geen reden dit stelsel te laten vertroebelen door de Wet OHP.

## 8. Beoordeling van het optreden van bestuurders bij emissies

In deze paragraaf wordt in de chronologische volgorde van de transactie nagegaan wat de werkzaamheden van een bestuurder van de uitgevende instelling bij een kapitaalmarkttransactie op het gebied van informatieverzorging behelzen. Daarbij worden zij telkens tegen het licht gehouden van de in par. 5 beschreven varianten van bestuurdersaansprakelijkheid: secundair daderschap en/of rechtstreeks daderschap onder de Wet OHP. Gelet op het betoogde in par. 5.2.2, wordt de ongeschreven zorgvuldigheidsnorm als grondslag voor aansprakelijkheid buiten beschouwing gelaten. Om de bestuurder van een uitgevende instelling in het kader van een emissie van effecten te kunnen aanspreken op grond van de Wet OHP en te kunnen profiteren van de dubbele bewijslastomkering van art. 6:193j BW, zal vast moeten komen te staan dat de bestuurder door zijn eigen feitelijke optreden *zelf* (a) een oneerlijke 'handelspraktijk' heeft verricht; (b) handelende 'ten behoeve van' de uitgevende instelling. Van een (a) 'handelspraktijk' is volgens art. 2(d) Richtlijn OHP/art. 6:193a lid 1(d) BW sprake, indien het gaat om – kort gezegd in het kader van een emissie – een mededeling die (a.1) gericht is tot consument-beleggers;<sup>[36]</sup> en (a.2) rechtstreeks verband houdt met de verkoopbevordering van effecten aan hen. In alle onderstaande gevallen handelt de bestuurder in functie 'ten behoeve van' de uitgevende instelling, zodat aan dit subcriterium geen aparte aandacht wordt besteed.

### 8.1. Informatieverstrekking aan lead manager en opstellen prospectus

Intern – dat wil zeggen binnen het 'team' van de uitgevende instelling, de lead manager en hun adviseurs – vervullen bepaalde bestuurders doorgaans een belangrijke rol bij de voorbereiding en het

opstellen van het prospectus.<sup>[37]</sup> Het betreft, afhankelijk van de taakverdeling, vaak de CEO en/of de CFO. Deze rol bestaat met name uit het verstrekken van mondelinge informatie aan de lead manager, ervoor zorgdragen dat ook andere medewerkers ter beschikking van de lead manager staan om informatie te verschaffen, erop toezien dat alle relevante documenten beschikbaar worden gesteld voor het due diligence onderzoek en het bijwonen van (de belangrijkste) drafting sessions van werkgroepen waarin de meest gecompliceerde en/of gevoelige passages van het prospectus worden besproken en geredigeerd. Bij het verrichten van deze interne activiteiten is geen sprake van enige bejegening van consument-beleggers. Alleen al om die reden kwalificeert het interne optreden van de bestuurder niet als handelspraktijk in de zin van de Wet en de Richtlijn OHP. Ook het vereiste rechtstreekse verband met verkoopbevordering lijkt er niet te zijn. Door het ontbreken van een handelspraktijk is de Wet OHP niet van toepassing. Zulks is ook wenselijk. In de voorbereidingsfase van het prospectus moet de bestuurder in de (betrekkelijke) luwte van het prospectusteam kunnen opereren. Toepassing van de Wet OHP in deze 'interne' setting zou niet alleen voeding geven aan de door Kroeze zo onwenselijk geachte bange bestuurders,<sup>[38]</sup> maar – allitererend in de traditie van Kroeze – eveneens aan beduchte boekhouders, benauwde bedrijfsjuristen, angstige archivariissen, kortom aan de vrees van allen die binnen de uitgevende instelling bij het verzamelen van informatie en het opstellen van het prospectus betrokken zijn, dat hun interne werkzaamheden wel eens als 'handelspraktijk' onder de Wet OHP gekwalificeerd zouden kunnen worden. Dat is vanzelfsprekend een onbedoeld en tevens onwenselijk resultaat.

Een en ander brengt met zich dat consument-beleggers die de bestuurder van een uitgevende instelling willen aanspreken wegens het verstrekken van misleidende informatie aan de lead manager bij de voorbereiding van het prospectus, dit niet kunnen doen op basis van art. 6:193a e.v. BW.<sup>[39]</sup> Zij zullen hun vordering moeten baseren op art. 6:162 BW, zonder aanspraak te kunnen maken op de dubbele bewijslastomkering van art. 6:193j BW. De bestuurder die zich van de misleiding bewust was kan door beleggers aansprakelijk worden gehouden vanwege zijn *secundair daderschap*: hem treft persoonlijk een ernstig verwijt ter zake van het uitbrengen van een misleidend prospectus door de uitgevende instelling. Een ernstig verwijt zou onder omstandigheden ook gelegen kunnen zijn in een evident gebrek aan leiding door de betreffende bestuurder aan het prospectusteam waarvoor hij verantwoordelijk is, als gevolg waarvan dit team fouten maakt. Het betreft dan aansprakelijkheid voor een nalaten. Het verwijt aan de bestuurder luidt in dat geval dat de onrechtmatige gedragingen van de rechtspersoon konden plaatsvinden doordat hij onvoldoende grip had op de organisatie waaraan hij leiding moest geven.<sup>[40]</sup> Met het voorgaande hoop ik de vrees van Timmerman voor aanzienlijke toename van de aansprakelijkheid van bestuurders als gevolg van mogelijke toepasselijkheid van de Wet OHP op hun *interne* rol bij het opstellen van het prospectus te hebben weggenomen.<sup>[41]</sup>

## 8.2 Presentatie voor analisten

De eerste gelegenheid waarbij in de context van een beursgang informatie buiten het prospectusteam wordt gebracht is doorgaans een presentatie door het bestuur van de uitgevende instelling aan beleggingsanalisten van de begeleidende banken (*analyst presentation*). Deze vindt plaats voordat het prospectus gereed is. De analisten stellen mede op basis van deze presentatie hun researchrapporten op, welke aan een kleine groep institutionele beleggers ter beschikking worden gesteld.<sup>[42]</sup> De presentatie is niet gericht tot consumenten en kwalificeert daarmee niet als handelspraktijk. Misleidende mededelingen van een bestuurder in het kader van de *analyst presentation* leiden dan ook niet tot aansprakelijkheid ex art. 6:193a BW.<sup>[43]</sup> Ervan uitgaande dat (primair) de uitgevende instelling door de misleiding onrechtmatig handelt jegens de analisten, kan mijns

inziens aansprakelijkheid van de betreffende bestuurder jegens dezen worden aangenomen op grond van secundair ouderschap, mits hem persoonlijk een ernstig verwijt treft.

### 8.3 Publicatie van het prospectus; advertenties en persberichten

Zodra het (Wft-)prospectus gereed is en is goedgekeurd door de AFM, wordt het doorgaans op de websites van de uitgevende instelling en Euronext geplaatst. Hard copys worden verkrijgbaar gesteld en/of verspreid door de uitgevende instelling en de managers van het syndicaat.<sup>[44]</sup> Op dat moment wordt de (consumenten)markt rechtstreeks in verband met de verkoop van effecten benaderd en is sprake van een 'handelspraktijk' in de zin van art. 6:193a lid 1(d) BW. Het betreft een handelspraktijk van de uitgevende instelling en het syndicaat en geen eigen handelspraktijk van haar bestuurders. Deze blijven bij publicatie en distributie van het prospectus voor beleggers onzichtbaar. Dit spoort met de reeds lang aanvaarde gedachte dat de bestuurder geen 'openbaarmaker' van het prospectus is in de zin van art. 6:194 BW.<sup>[45]</sup> Eenzelfde benadering lijkt op haar plaats te zijn voor de diverse advertenties en persberichten waarmee de uitgevende instelling zich tot het belegend publiek wendt. Eventuele persoonlijke quotes van bestuurders in persberichten kunnen op dezelfde wijze als interviews aan de media worden behandeld (zie par. 8.6).

### 8.4 Road show

Na publicatie van het prospectus gaan de bestuurders van de uitgevende instelling met de lead manager op road show. Gedurende ca. twee weken bezoeken zij financiële centra in binnen- en buitenland om bij professionele beleggers belangstelling voor de aangeboden effecten op te wekken. De road show houdt weliswaar 'rechtstreeks verband met de verkoopbevordering' van de effecten, maar niet aan consumenten. Derhalve mist de Wet OHP toepassing bij gebreke van een handelspraktijk. Mocht een bestuurder tijdens de road show misleidende mededelingen doen, dan hebben deze allereerst te gelden als mededelingen van de uitgevende instelling zelf, die daarvoor *primair* aansprakelijk is uit hoofde van art. 6:194 BW. Daarnaast kan ook de bestuurder ex art. 6:194 BW worden aangesproken. Hij is immers openbaarmaker<sup>[46]</sup> van zijn eigen misleidende mededeling (*rechtstreeks ouderschap*), waarbij hij handelt 'ten behoeve van' – deze keer in de zin van art. 6:194 BW – de uitgevende instelling. In beginsel is niet vereist dat de bestuurder een *ernstig* verwijt kan worden gemaakt en is (ongekwalificeerde) persoonlijke verwijtbaarheid voldoende om tot aansprakelijkheid te komen. Mocht men, zoals ik heb gesuggereerd, het in par. 6 weergegeven pleidooi van Timmerman volgen, dan zou ernstige verwijtbaarheid ook hier een vereiste zijn.

### 8.5 Bestuurder als verkopende aandeelhouder

Een vorm van extern optreden door bestuurders bij kapitaalmarkttransacties welke zich in de praktijk frequent voordoet, is de bestuurder die tevens aandeelhouder van de uitgevende instelling is en in het kader van de transactie een deel van zijn aandelen verkoopt. Onder het recht dat gold vóór inwerkingtreding van de Wet OHP heeft Van Solinge verdedigd dat de verkopende aandeelhouder één van degenen is die het prospectus *openbaar maken* in de zin van art. 6:194 BW.<sup>[47]</sup> De Jong acht verdedigbaar dat onder omstandigheden de herplaatsende aandeelhouder kan worden aangemerkt als handelaar die een handelspraktijk verricht.<sup>[48]</sup> Beide standpunten lijken mij plausibel. Een meer uitvoerige behandeling van de positie van de verkopende aandeelhouder gaat het bestek van dit artikel te buiten.

### 8.6 Interviews en persconferenties

Het type extern optreden dat het meeste voer voor juristen biedt is, zoals wij uit de jurisprudentie weten, de bestuurder die zich in de periode rond de beursgang geroepen voelt om een interview aan de media te geven of op andere wijze publiekelijk naar buiten te treden. Door publicatie van het interview in de media worden (a.1) consument-beleggers benaderd. Wanneer gezegd kan worden dat het interview (a.2) *rechtstreeks* verband houdt met de verkoopbevordering van de aan te bieden effecten, is sprake van een handelspraktijk in de zin van art. 2(d) Richtlijn OHP/art. 6:193a lid 1(d) Wet OHP. De totstandkomingsgeschiedenis van de Richtlijn en de Wet OHP geeft aan het 'rechtstreeks verband' criterium geen duidelijke invulling. Ik ben geneigd aansluiting te zoeken bij het criterium dat in de jurisprudentie is ontwikkeld ten aanzien van art. 6:194 BW: tussen de aangeboden effecten en de gedane uitlatingen moet een voldoende inhoudelijk en temporeel verband bestaan, op grond waarvan de kennelijke strekking van verkoopbevordering kan worden aangenomen.<sup>[49]</sup> Het vereiste verband kan aldus worden geparafraseerd, dat buiten het prospectus gedane mededelingen die (1) gedaan worden in de periode rondom dan wel ter gelegenheid van de emissie; en (2) informatie bevatten over de uitgevende instelling, haar onderneming en de betreffende effecten die van invloed kan zijn op de aankoopbeslissing van de belegger onder het toepassingsbereik van art. 6:193a en art.6:194 e.v. BW vallen. Gelet op dit ruime criterium zal een interview van de bestuurder al snel kwalificeren als handelspraktijk van zowel (via toerekening) de uitgevende instelling als van de bestuurder zelf, handelende 'ten behoeve van' de uitgevende instelling. Bevat het interview bewust misleidende mededelingen, dan is aansprakelijkheid van de bestuurder zowel op grond van secundair als van rechtstreeks daderschap te construeren.

Het is de vraag of het wenselijk is om in dit specifieke geval voor *rechtstreekse* aansprakelijkheid van de bestuurder de drempel van ernstige verwijtbaarheid in te bouwen. De periode rond een emissie of beursgang is publicitair een uitermate gevoelige. A-G Timmerman neemt in zijn conclusie bij het World Online arrest als uitgangspunt dat 'van de uitgevende instelling bijzondere nauwgezetheid kan worden gevergd bij het doen van mededelingen in de periode rondom een beursgang. Dit geldt (...) a fortiori wanneer de beursgang om enige reden met grote publicitaire aandacht is omgeven'.<sup>[50]</sup> Dezelfde nauwgezetheid zal in acht moeten worden genomen door de bestuurder die in die periode een interview geeft. Verdedigbaar is, dat deze bestuurder niet extra tegen aansprakelijkheid dient te worden beschermd door toepassing van een strenger criterium. Grotere verantwoordelijkheid gaat doorgaans gepaard met grotere aansprakelijkheidsrisico's.

## 9. Terugblik en conclusie

Wanneer de uitgevende instelling in het kader van een emissie of beursgang misleidende (prospectus)mededelingen tot consument-beleggers richt, is de bestuurder mede-aansprakelijk wanneer hem als *secundair* dader ter zake persoonlijk een ernstig verwijt kan worden gemaakt. Daarnaast is aansprakelijkheid van de bestuurder wegens *rechtstreeks* daderschap onder art. 6:193a e.v. BW denkbaar waar het betreft zijn *eigen* mededelingen aan het belegend publiek. Dergelijke mededelingen, gedaan "ten behoeve van" de uitgevende instelling, gelden als eigen "handelspraktijk" van de bestuurder in de zin van art. 6:193a lid 1(d) BW. Met name de bestuurder die zich door het geven van een interview in de media of door persoonlijke quotes in persberichten tot het belegend publiek richt, begeeft zich in deze gevarezone.

Het verdient overweging om ook voor het aannemen van bestuurdersaansprakelijkheid op grond van

rechtstreeks ouderschap onder de Wet OHP de drempel van het persoonlijk ernstig verwijt in te bouwen, mits het mededelingen betreft die de bestuurder doet in het kader van zijn functie-uitoefening. Het Europese richtlijnenrecht en de Nederlandse wetssystematiek verzetten zich hier niet tegen. Over de vraag of het wenselijk is om de bestuurder deze bescherming toe te kennen in de publicitair gevoelige periode rond de emissie kan men van mening verschillen.

Voetnoten

[1]

Mr. J.P. Franx is advocaat te Amsterdam en bereidt een dissertatie over prospectusaansprakelijkheid voor aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.

[2]

Richtlijn 84/450/EEG (*PbEG* 1984 L 250/17), waarin later ook de vergelijkende reclame is geregeld, hierna aan te duiden als Richtlijn MVR.

[3]

Wet op de naamloze vennootschap en de aansprakelijkheid voor het prospectus (*Stb.* 1928, 216).

[4]

Een ander voorbeeld van rechtstreekse doorbraak is art. 2:138 en art.2:248 BW.

[5]

G. van Solinge, Doorbraak van prospectusaansprakelijkheid, in: A-T-D, Opstellen aangeboden aan prof. mr. P. Van Schilfgaarde, Deventer: Kluwer 2000, p. 417-428.

[6]

Wet van 25 september 2008 (*Stb.* 2008, 397) en Richtlijn 2005/29/EG (*PbEU* 2005, L 149/22), hierna aan te duiden als Wet OHP en Richtlijn OHP.

[7]

B.J. de Jong, Aansprakelijkheid, in: B. Bierens e.a. (red.), Handboek Beursgang, Serie Onderneming en Recht, deel 68 (2011), p. 523-592, zie p. 538; L. Timmerman, Enkele kanttekeningen bij de civielrechtelijke buitencontractuele prospectusaansprakelijkheid, in: D. Busch, C.J.M. Klaassen en T.M.C. Arons (red.), Aansprakelijkheid in de financiële sector, Serie Onderneming en Recht, deel 78 (2013), p. 647-661, zie p. 660; L. Timmerman, De aansprakelijkheid van een bestuurder voor een misleidend prospectus, in: D. Busch en M.P. Nieuwe Weme (red.), Christels Koers, Liber Amicorum Prof. mr. drs. C.M. Grundmann-van de Krol, Serie Onderneming en Recht, deel 79 (2013), p. 701-708, zie p. 707.

[8]

C.W.M. Lieverse en M.H.C. Sinninghe Damsté, Aansprakelijkheid van bestuurders voor schending van de financiële toezichtswetgeving, in: D. Busch, C.J.M. Klaassen en T.M.C. Arons (red.), Aansprakelijkheid in de financiële sector, Serie Onderneming en Recht, deel 78 (2013), p. 663-710, zie p. 682; Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* (Rechtspersonenrecht, 2009), nr. 471; T.M.C. Arons, Cross-border Enforcement of Listed Companies' Duties to Inform (diss. 2012), p. 62; J.B.S. Hijink, noot bij Rb. Zwolle 27 juli 2011, *JOR* 2012/208, sub 9.

[9]

L. Timmerman, Enkele kanttekeningen bij de civielrechtelijke buitencontractuele prospectusaansprakelijkheid, in: D. Busch, C.J.M. Klaassen en T.M.C. Arons (red.), Aansprakelijkheid in de financiële sector, Serie Onderneming en Recht, deel 78 (2013), p. 647-661, zie p. 660.

[10]

COM (2003) 356 definitief, art. 2(c).

[11]

Verslag Europees Parlement na eerste lezing d.d. 18 maart 2004 (A5-0188/2004; PE 338.449), p. 13, amendement nr. 14.

[12]

Gemeenschappelijk standpunt van de Raad d.d. 15 november 2004 (*PbEU* 2005, C 38 E/1), art. 2(b).

[13]

Ontwerp motivering van de Raad d.d. 29 oktober 2004 bij zijn gemeenschappelijk standpunt (2003/0134 (COD); 11630/04 ADD 1), p. 5.

[14]

De richtlijn voorziet immers in maximumharmonisatie, zoals het Europese Hof afleidt uit considerans (5) en (6) jo. art. 4 Richtlijn OHP. Zie HvJEG 23 april 2009, C-261/07 en C-299/07, *NJ* 2009/373, m.nt. M.R. Mok (VTB/Total Belgium en Galatea/Sanoma Belgium).

[15]

Art. 8.8 Wet handhaving consumentenbescherming.

[16]

Zie hierboven par. 2. Ook bij andersoortige handelspraktijken zou rechtstreekse doorbraak plaatsvinden.

[17]

Dat (slechts) bedoeld is om *eigen* handelspraktijken van in opdracht of in samenwerking handelende derden onder de regeling te vatten volgt m.i. uit de bewoordingen van het amendement van het Europees Parlement en de toelichting daarbij. Zie de (tekst bij) de noot 11, i.h.b. de frase 'oneerlijke handelspraktijken door derden (...) bedreven' in de toelichting. Overigens is de terminologie van art. 2(b) Richtlijn OHP m.i. voldoende duidelijk voor wat betreft de (rechts)verhouding tussen de 'eigenlijke' handelaar en de derde: het betreft derden die 'in naam van of voor rekenschap van' de eigenlijke handelaar optreden. Wat mij betreft zijn 'opdracht/samenwerking' (toelichting EP) en 'naam/rekenschap' (art. 2(b) Richtlijn OHP) verwisselbaar. In de verhouding rechtspersoon-bestuurder lijkt de terminologie van de Richtlijn OHP passender te zijn.

[18]

Aannemelijk is dat de lead manager en de co-managers eveneens in de uitoefening van hun *eigen* bedrijf de effecten aanbieden en het prospectus distribueren. Zij kwalificeren dan tevens rechtstreeks als 'handelaar', zonder dat de 'ten behoeve van'-route hoeft te worden gevolgd.

[19]

HR 2 december 1994, *NJ* 1996/246, m.nt. Verkade (Coop).

[20]

In die zin ook J.W. Hoevers, *Het due diligence onderzoek; onderzoeksplicht, disculpatie en procedure*, in: B. Bierens e.a. (red.), *Handboek beursgang, Serie Onderneming en Recht*, deel 68 (2011), p. 231-293; zie p. 257.

[21]

Art. 2:130 en 2:240 BW.

[22]

Het criterium van HR 6 april 1979, *NJ* 1980/34, m.nt. C.J.H. Brunner (Kleuterschool Babel).

[23]

Zie reeds HR 25 november 1927, *NJ* 1928/364, m.nt. P. Scholten (Kretzschmar/Mendes de Leon).

[24]

Voor een heldere uiteenzetting van de systematiek van bestuurdersaansprakelijkheid in OD-gerelateerde situaties en relevante jurisprudentie, zie S.N. de Valk, *Aansprakelijkheid van leidinggevenden* (diss. 2009), p. 128-155. Voor een beknopt overzicht, zie de conclusie van A-G Timmerman bij HR 23 november 2012, *JOR* 2013/40, m.nt. Van Andel en Rutten (Spaanse Villa), sub 4.1-4.14.

[25]

Jurisprudentieel ingezet door HR 10 januari 1997, *NJ* 1997/360 (Staleman/Van de Ven).

[26]

S.N. de Valk, *Aansprakelijkheid van leidinggevenden* (diss. 2009), p. 132.

[27]

Zie voor e.e.a. par. 4 hierboven.

[28]

Hierin verschilt de anti-misleidingsnorm van de Wet OHP met de norm van marktmanipulatie vervat in art. 5:58 lid 1(d) Wft, welke vereist dat de verspreider van informatie weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat die informatie onjuist of misleidend is. Bestuurdersaansprakelijkheid wegens schending van art. 5:58 lid 1(d) (oud) Wft is, buiten de context van een emissie of beursgang, aangenomen in Rb. Utrecht 12 februari 2012, *JOR* 2012/243, m.nt. J.H.M. Willems (Kortekaas c.s./Fortis c.s.). De rechtbank overwoog dat het vereiste van ernstig verwijt bij schending van art. 5:58 lid 1(d) Wft niet geldt. De Jong heeft in zijn bespreking van deze uitspraak (*Ondernemingsrecht* 2012/51, noot 18) betoogd dat ernstige verwijtbaarheid in de norm van art. 5:58 lid 1(d) (oud) Wft besloten ligt. Art. 5:58 lid 1(d) Wft is in het bijzonder van belang voor de secundaire markt en zal om die reden in deze bijdrage buiten beschouwing worden gelaten.

[29]

HR 23 november 2012, *JOR* 2013/40, m.nt. Van Andel en Rutten (Spaanse Villa), r.o. 3.4.2.

[30]

John C. Coffee Jr., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance* (Oxford University Press 2006), p. 2-3. De vraag of bestuurders en commissarissen van de uitgevende instelling als 'waakhonden' of 'gatekeepers' de belangen van beleggers op de kapitaalmarkt hebben te bewaken is in Nederlandse context aan de orde gesteld, maar helaas niet beantwoord, door D.C. Meerburg, Het advies en de rol van de adviseur, preadvies NJV 2004, p. 117-118.

[31]

S.B. van Baalen, Aansprakelijkheid als gevolg van een schending van Wft-regels, in: D. Busch e.a. (red.), *Onderneming en financieel toezicht*, Serie Onderneming en Recht, deel 57 (Kluwer 2010), p. 1025-1028.

[32]

Naast consumentenbescherming is het doel van de Richtlijn OHP het bevorderen van de goede werking van de interne markt en de rechtszekerheid, zie considerans (5) en art. 1 Richtlijn OHP. Ook al gebruikt de Richtlijn OHP meerdere open normen, deze bieden – in combinatie met het definitie-apparaat – meer rechtszekerheid dan een ongeschreven zorgvuldigheidsnorm.

[33]

In die zin C.M.D.S. Pavillon, *Open normen in het Europees consumentenrecht* (diss. 2011), p. 339-340 en ten aanzien van art. 6:194 BW Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV\* 2011, nr. 315.

[34]

Conclusie A-G Timmerman sub 4.14 bij Spaanse Villa-arrest.

[35]

Zie par. 5.2 en 6.

[36]

Verhelderend is in dit verband dat de term 'handelspraktijk' in art. 6:193a lid 1(d) BW een ingekorte versie is van het begrip 'handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten' van art. 2(d) Richtlijn OHP. Een handelspraktijk impliceert derhalve per definitie de bejegening van consumenten. Zie ook D.W.F. Verkade, *Oneerlijke handelspraktijken jegens consumenten* (Kluwer 2009), p. 18: 'Aanwezigheid van een oneerlijke handelspraktijk in de zin van art. 6:193b BW (...) veronderstelt een interactie tussen (een) handelaar en (een) consument'.

[37]

Althans, zo zou het moeten zijn. In de praktijk laat de directe betrokkenheid en beschikbaarheid van bestuurders nogal eens te wensen over.

[38]

M.J. Kroeze, *Bange bestuurders (oratie)*, *Ondernemingsrecht* 2006/1, p. 4 e.v. In de onderhavige context: bestuurders die geen kapitaalmarkttransacties meer aandurven.

[39]

En, voor wat betreft een actie van bedrijfsmatig handelende beleggers, evenmin op basis van art. 6:194 BW. De bestuurder maakt de betreffende informatie immers niet openbaar.

[40]

S.N. de Valk, *Aansprakelijkheid van leidinggevendenden* (diss. 2009), p. 142.

[41]

L. Timmerman, Enkele kanttekeningen bij de civielrechtelijke buitencontractuele prospectusaansprakelijkheid, in: D. Busch, C.J.M. Klaassen en T.M.C. Arons (red.), Aansprakelijkheid in de financiële sector, Serie Onderneming en Recht, deel 78 (2013), p. 647-661, zie p. 660.

[42]

Zie meer uitgebreid over deze materie W.J. Horsten, Informatievoorziening buiten het prospectus, in: B. Bierens e.a. (red.), Handboek Beursgang, Serie Onderneming en Recht, deel 68 (2011), p. 399-424.

[43]

Aangezien de presentatie in het geheel niet voor beleggers, ook niet voor bedrijfsmatig handelende, bestemd is zou ik menen dat geen openbaarmaking (aan beleggers) heeft plaatsgevonden en dat ook art. 6:194 BW toepassing mist.

[44]

Het Wft-prospectus moet verkrijgbaar worden gesteld door een of meer van de methoden vermeld in art. 5:21 Wft.

[45]

G. van Solinge, Doorbraak van prospectusaansprakelijkheid, in: A-T-D, Opstellen aangeboden aan prof. mr. P. Van Schilfgaarde, Deventer: Kluwer 2000, p. 424.

[46]

Of sprake is van 'openbaarmaking' kan in bepaalde gevallen onderwerp van discussie zijn. Behandeling daarvan moet ik hier achterwege laten.

[47]

G. van Solinge, Doorbraak van prospectusaansprakelijkheid, in: A-T-D, Opstellen aangeboden aan prof. mr. P. Van Schilfgaarde, Deventer: Kluwer 2000, p. 426-427.

[48]

B.J. de Jong, Aansprakelijkheid, in: B. Bierens e.a. (red.), Handboek Beursgang, Serie Onderneming en Recht, deel 68 (2011), p. 538.

[49]

HR 27 november 2009, *JOR* 2010/43, m.nt. Frielink (World Online), r.o. 4.26.1-2 en conclusie A-G Timmerman sub 4.7.3.2; Rb. Utrecht 15 februari 2012, *JOR* 2012/243, m.nt. Willems (Kortekaas c.s./Fortis c.s.), r.o. 4.10.

[50]

Timmerman spreekt in dit verband van een 'bijzondere zorgplicht' van de uitgevende instelling jegens (potentiële) beleggers, waarmee hij lijkt te doelen op de wettelijke norm van art. 6:194 BW (oud). Conclusie A-G Timmerman sub 4.7.3.1-4 bij World Online arrest. Zie ook r.o. 4.26.2 van het arrest zelf.