



Over de verbeelding van de misleide maatman

1. Inleiding

Toen koningin Máxima in ons polderland nog een nieuweling was, maakte zij zich volgens sommigen schuldig aan een *faux pas*. Parmantig hield zij ons voor dat uit door haar verricht onderzoek zou volgen dat *de Nederlander* niet bestaat. Die Nederlander zou namelijk een vat vol tegenstrijdigheden zijn. Zo is hij enerzijds bijzonder gehecht aan zijn privacy, maar anderzijds hebben zijn ramen geen gordijnen zodat iedereen goed naar binnen kan kijken. Het mogelijk weinig diplomatieke optreden even daargelaten, ziet Máxima hier natuurlijk iets vrij wezenlijks over het hoofd. Om onderzoek naar die Nederlandse identiteit gedegen uit te voeren, zal tot op zekere hoogte met generalisaties gewerkt moeten worden. Zonder die manier van werken is elke poging tot verbeelding van de Nederlander bij voorbaat een *mission impossible*. Wij als jurist weten als geen ander met generalisaties raad. Op een voor leken onnavolgbare wijze zijn wij in staat een abstracte manier van denken, in woord en geschrift, soms zelfs tot kleinkunst te verheffen.

Wat houdt die bijzondere werkmethode – voor zover relevant in verband met mijn voordracht – in? Zoals u weet, plegen wij op veel rechtsgebieden te werken met het fenomeen van ‘de maatman’. Die maatman wordt door ons verbeeld als ware hij (of zij) een mens van vlees en bloed. Wellicht is die maatman te vergelijken met een eigentijds rolmodel, idool of stijlicoon waartegen wij als aardse stervelingen met onze talloze gebreken en tekortkomingen met bewondering kunnen opzien en waaraan wij ons zouden kunnen optrekken om een nog voorbeeldiger burger of vakbekwamer *professional* te worden. Aan dat rolmodel zou dus ook gedrag of kennis van een groep van betrokkenen getoetst kunnen worden, zodat op een uitgebalanceerde wijze een oordeel over een concreet geschil kan worden geveld.

Op het terrein van prospectusaansprakelijkheid zien wij ook dat een hoofdrol is weggelegd voor deze maatman, ofwel de doorsnee-belegger. Het processuele lot van een tegen een uitgevende instelling ingestelde schadevergoedingsvordering – en dat gebeurt in dit soort zaken veelal in de vorm van een groepsactie (art. 3:305a BW), waarbij in aanvang niet meer dan een verklaring voor recht wordt gevorderd dat de uitgevende instelling onrechtmatig heeft gehandeld – staat of valt met de succesvolle verbeelding van de misleide maatman. Bij die verbeelding in de processtukken zal moeten worden ingegaan op de volgende prangende vragen. Wie is deze misleide maatman-belegger? Wanneer en waarom wordt deze door het recht geboetseerde voorbeeldfiguur te hulp geroepen? Hoe komen wij er achter wat deze misleide maatman-belegger denkt en vindt, en nog belangrijker: hoe zal de rechter dat vaststellen? Een andere *issue* is dan nog: op welke wijze kunnen beleggers aantonen dat zij mogelijk misleid zijn als de uitgevende instelling desgevraagd niet bereid is op bepaalde punten openheid van zaken te geven en zij in haar communicatiebeleid de geslotenheid van een oester aan de dag legt?

Laat ik het tot slot van mijn inleiding kernachtig aldus formuleren: in zaken van prospectusaansprakelijkheid is de misleide maatman de maat der dingen. Zonder misleide maatman is er geen ‘zaak’ en zullen klagende beleggers door de geoliede PR-machine van uitgevende instellingen genadeloos worden afgeserveerd als querulanten of goudzoekers. Het is om die reden dat ik in mijn bijdrage aan deze bijeenkomst van onze vereniging uitgebreid inga op het zaaksbepalende fenomeen van de misleide maatman. De *pointe* van mijn verhaal is dat de hoofdrol die de misleide maatman in de procedure zou moeten gaan spelen door de werking van de prospectusvoorschriften gedegradeerd wordt tot die van figurant.



2. De misleide maatman: de civielrechtelijke invalshoek

Om iets meer vat te krijgen op het doen en laten van de misleide maatman, wordt in de eerste plaats de civielrechtelijk invalshoek tot vertrekpunt genomen. De Hoge Raad (HR 27 november 2009, JOR 2010/43 (World Online)) heeft geoordeeld – en dat in navolging van het Europese Hof van Justitie – dat bij de beantwoording van de vraag of een prospectus misleidend is, moet worden uitgegaan van:

“(…) de vermoedelijke verwachting van een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger tot wie de mededeling zich richt of die zij bereikt”.

Dit perspectief geldt volgens de Hoge Raad zowel voor art. 6:194 (oud) BW (misleidende reclame) als voor de sinds 15 oktober 2008 geldende wettelijke regeling van de oneerlijke handelspraktijken (art. 6:193a e.v. BW). Volgens de Hoge Raad zal de beoordeling volgens die laatste bepalingen “niet wezenlijk anders” zijn.

Bij deze omschrijving van de misleide maatman is een aantal kanttekeningen te plaatsen. Niet wordt vereist dat het prospectus zo is opgesteld dat het *foolproof* of *idiotensicher* is. De Hoge Raad legt de lat voor beleggers die over misleiding wensen te klagen aanzienlijk hoger. De maatstaf behoort namelijk de ‘gemiddeld geïnformeerde belegger’ te zijn, wat mijns inziens ten minste een zekere scholing veronderstelt. Daar komt dan nog bij dat van de belegger verlangd mag worden dat hij ‘omzichtig’ en ‘oplettend’ is. Uit de Engelse taalversie van de uitspraak van het Europese Hof blijkt dat het woordje ‘gemiddeld’ ook slaat op het vereiste dat de maatman oplettend en omzichtig moet zijn en dat dus met de menselijke maat rekening moet worden gehouden.

Bij de ‘vermoedelijke’ verwachting van deze aldus omschreven maatman moet aansluiting worden gezocht. In de woorden van de Hoge Raad mag van deze maatman verwacht worden dat hij bereid is zich in de aangeboden informatie te verdiepen, maar niet dat hij beschikt over specialistische of bijzondere kennis en ervaring.

Een andere kanttekening is dat deze omschrijving van de maatman wordt ingezet voor een breed scala aan misleidingsklachten. Te denken valt aan klachten over reclame-uitingen, etiketteringsvoorschriften en een prospectus. De verschillen hiertussen zijn talrijk. Overdrijving is inherent aan het maken van reclame. Een korte reclameboodschap biedt niet de gelegenheid om en détail op alle nadelige eigenschappen van een product in te gaan. Daarentegen is een prospectus een uiterst serieus document. Voor de inhoud en samenstelling van een prospectus bestaan van overheidswege gedetailleerde voorschriften. Plaatsgebrek in een prospectus zal in elk geval geen valide reden kunnen opleveren om niet alle relevante aspecten van de beleggingspropositie te belichten. De vraag die dan ook met recht en reden kan worden gesteld is of het bijzondere karakter van een prospectus niet zou moeten leiden tot een eigensoortige invulling van de ‘vermoedelijke verwachting’ van de maatman-belegger.

Ik maak nog één slotopmerking over de verbeelding van de misleide maatman-belegger vanuit de civielrechtelijke invalshoek. De Hoge Raad heeft in het World Online-arrest ook een zogeheten ‘materialiteitstoets’ aangelegd. Niet elke vaststelling dat een mededeling in een prospectus onjuist of onvolledig is, zal automatisch leiden tot de gevolgtrekking dat die mededeling daarom ook misleidend is. Een dergelijke (dis)kwalificatie is volgens de Hoge Raad pas aan de orde:

“(..) indien redelijkerwijs aannemelijk is dat de mededeling, gelezen in de context waarin deze is geplaatst, van materieel belang is voor de beleggingsbeslissing van de ‘maatman-



belegger'. In dat geval is immers aannemelijk dat de onjuistheid of onvolledigheid redelijkerwijs het economische gedrag van de 'maatman-belegger' kan beïnvloeden."

Een onjuiste of onvolledige mededeling in een prospectus zal mijns inziens van materieel belang zijn, indien redelijkerwijs aannemelijk is dat de maatman bij een juiste en volledige voorstelling van zaken een andere beleggingsbeslissing zou hebben genomen. Dat hoeft niet te betekenen dat bijvoorbeeld van een aankoop zou zijn afgezien. Voldoende is dat de maatman de aankoop tegen andere voorwaarden had kunnen doen omdat de beleggingspropositie nu eenmaal anders luidde.

Met deze wakkere of snuggere maatman voor ogen, aan wie het niet is toegestaan om op alle slakken zout te leggen, richten wij ons thans op de effectenrechtelijke invalshoek.

3. De misleide maatman: de effectenrechtelijke invalshoek

De algemene norm waaraan een prospectus dient te voldoen, is opgenomen in art. 5:13 lid 1 Wft.

"Het prospectus bevat alle gegevens die, gelet op de aard van de uitgevende instelling en van de aan het publiek aangeboden of tot de handel op de gereguleerde markt toegelaten effecten, van belang zijn voor het vormen van een verantwoord oordeel over het vermogen, de financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van de uitgevende instelling, en de eventuele garant en de rechten welke aan deze effecten verbonden zijn, waaronder de gegevens, bedoeld in de artikelen 3 tot en met 23 van de Prospectusverordening en de bij die artikelen behorende bijlagen."

Dit voorschrift bevat de belangrijkste norm voor de inhoud van het prospectus. Het uitgangspunt is dat de uitgevende instelling door informatieverstrekking beleggers in staat moet stellen om de risico's van een belegging te beoordelen, zodat zij met voldoende kennis van zaken beleggingsbeslissingen kunnen nemen. Daarom dient het prospectus in beginsel alle gegevens te bevatten die beleggers nodig hebben om zich een verantwoord oordeel te vormen over de uitgevende instelling en over de rechten die aan de effecten verbonden zijn.

Het is van belang in te zien dat art. 5:13 lid 1 Wft uit twee onderdelen bestaat. Ten eerste: de algemene norm dat het prospectus 'alle van belang zijnde gegevens' dient te bevatten. Ten tweede: de minimaal in het prospectus op te nemen informatie waarvoor verwezen wordt naar specifieke voorschriften uit de Prospectusverordening. Zo bevatten de genoemde artikelen uit de Prospectusverordening een verwijzing naar schema's en bouwstenen met onderwerpen die in het prospectus door de uitgevende instelling ten minste moeten worden geadresseerd.

Ingezien moet worden dat deze twee onderdelen van art. 5:13 lid 1 Wft elk een verschillend karakter hebben. Het gaat enerzijds om een algemeen beoordelingskader en anderzijds om een uitputtende lijst met gegevens die meer en soms minder belangrijk zullen zijn voor een beoordeling van de beleggingspropositie door beleggers. In art. 5:13 lid 1 Wft worden de twee onderdelen verbonden met behulp van het bijwoord 'waaronder'. Het lijkt niet juist daaraan meteen de gevolgtrekking te verbinden dat daardoor alle op grond van de Prospectusverordening minimaal in het prospectus op te nemen gegevens (het tweede onderdeel) ook zonder meer "van belang zijn voor het vormen van een verantwoord oordeel over het vermogen, de financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van de uitgevende instelling" (het eerste onderdeel). Van



die hechte band tussen de twee onderdelen lijkt de wetgever echter wel uit te gaan. Zo wordt de informatie “genoemd bij of krachtens” art. 5:13 Wft – en daarmee ook alle gegevens die ingevolge de Prospectusverordening in het prospectus moeten worden opgenomen – aangemerkt als “essentieel” als bedoeld in art. 6:193d lid 2 BW (art. 6:193f sub f BW). Daarmee staat krachtens wetsduiding vast dat als de uitgevende instelling één of meer steken laat vallen met het nauwgezet incorporeren in het prospectus van de op grond van de Prospectusverordening vereiste gegevens sprake is van een ‘misleidende omissie’ en daarmee van een ‘misleidende handelspraktijk’ (art. 6:193d lid 1 BW), hoe triviaal die informatie ook is.

Duimdikke prospectussen zijn het onontkoombare gevolg van het informatieparadigma dat de wetgever tot uitgangspunt heeft genomen. Dit paradigma houdt in dat naleving van de prospectusplicht bevorderlijk is voor de alom wenselijk geachte bescherming van beleggers. Door de informatie over de door de uitgevende instelling voorgenomen kapitaalmarkttransactie worden beleggers in staat gesteld zelf een verantwoord oordeel te vormen omtrent de te nemen beleggingsbeslissing. Die vrijheid van beleggers om al dan niet op een beleggingspropositie in te gaan, heeft uiteraard ook een keerzijde. Die keerzijde is dat beleggers ook zelf de verantwoordelijkheid dienen te dragen voor het resultaat van de genomen beleggingsbeslissing. Het prospectus speelt dan ook een doorslaggevende rol in het verweer dat een uitgevende instelling zal moeten voeren tegen beleggers die achteraf beweren niet adequaat te zijn voorgelicht over de risico's van de voorgestelde belegging. Zo beschouwd, zou het prospectus als een boemerang onverwacht kunnen terugkomen in het gezicht van de belegger. Dat is ook precies het effect – sommigen spreken in dit verband zelfs van een ‘pervers’ effect – dat uitgevende instellingen met de naleving van de prospectusplicht beogen te bereiken. Om dat effect inzichtelijk te maken, wijs ik bijvoorbeeld op de steeds verder uitdijende omvang van prospectussen – waarbij bijna over een vorm van obesitas kan worden gesproken – en op de met alle reclame- en marketingwetten spottende, pagina's lange, uitputtende opsomming van risicofactoren, hoe gering en irreëel die risico's ook zijn.

Heeft het feit dat prospectussen moeten worden voorzien van een goedkeuring door de AFM in dit verband nog enige betekenis? Tot het standaardrepertoire van een uitgevende instelling behoort het verweer dat zij niet aansprakelijk kan worden gehouden voor een eventueel misleidend prospectus, om de enkele reden dat het prospectus is goedgekeurd door de AFM. Dat is uiteraard rechtens onjuist. De goedkeuring die de AFM geeft aan een prospectus vereist weliswaar een toetsing van de in het prospectus opgenomen informatie op haar volledigheid, begrijpelijkheid en consistentie (art. 5:9 lid 1 j° art. 5:13 Wft), maar die toetsing houdt niet een positief oordeel in over de juistheid van de informatie die in het prospectus is opgenomen en evenmin een goedkeurend oordeel – een keurmerk – over de tot de handel op een gereguleerde markt toegelaten effecten.

Tot besluit van deze verbeelding van de misleide maatman vanuit de effectenrechtelijke invalshoek lijkt het wijsheid nog melding te maken van empirisch onderzoek dat uitwijst (i) dat de gewone beleggers de informatie in het prospectus doorgaans niet lezen, (ii) dat als ze het prospectus al lezen, ze die informatie niet begrijpen en (iii) dat de informatie uit het prospectus niet ten grondslag wordt gelegd aan de door beleggers genomen beleggingsbeslissingen. Dat zijn nog eens ontluisterende onderzoeksresultaten! Hoe relevant is dit gegeven – dat in wezen het failliet van het informatieparadigma betekent – in de context van een procedure over prospectusaansprakelijkheid? Is dit gegeven de doodsteek voor enige kans op succes of wordt de soep niet zo heet gegeten als zij wordt opgediend? De Hoge Raad is hierover in elk geval duidelijk:



“Voor de kwalificatie van de mededeling als misleidend, en derhalve als onrechtmatig, is niet vereist dat de belegger daadwerkelijk heeft kennisgenomen van of daadwerkelijk is beïnvloed door de mededeling, maar slechts dat de onjuistheid of onvolledigheid van de mededeling van voldoende materieel belang is om de “maatman-belegger” te kunnen misleiden. (...) Pas in het kader van de vaststelling van de omvang van de aansprakelijkheid jegens een individuele belegger komt aan de orde of en, zo ja, in hoeverre deze bij zijn beleggingsbeslissing daadwerkelijk door de misleidende mededeling is beïnvloed en als gevolg daarvan is benadeeld.”

In verband met de verdeling van de onderwerpen over de inleiders zal ik deze mogelijk ‘hete aardappel’ doorschuiven naar mr. Pijls. Uiteraard in de hoop dat hij het (voor de door mij vertegenwoordigde beleggers) ‘goede’ antwoord zal geven op dit belangwekkende vraagstuk.

4. Synthese: de contouren van de misleide maatman-belegger

Aan de hand van enkele bekende casusposities zal ik een verbinding proberen te leggen tussen de civielrechtelijke en de effectenrechtelijke invalshoek van waaruit de misleide maatman inmiddels is belicht. Ik begin met de gevallen waarin informatie ten onrechte niet is opgenomen in het prospectus.

(i) Verzwegen informatie

Als *landmark case* kan hier het Co op-arrest worden genoemd (HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 (Co op)). Weliswaar was de schadevergoedingsvordering ingesteld tegen de Amro Bank (en dus niet tegen de uitgevende instelling), maar daardoor wordt de beoordeling niet wezenlijk anders. Wat was het geval? In 1987 en 1988 werden ten laste van Coopag Finance B.V. twee beursgenoteerde obligatieleningen, elk groot NLG 100 miljoen, uitgegeven. Deze leningen dienden om financieringsmiddelen aan te trekken voor Co op AG, de enig aandeelhouder van Coopag. Co op AG had deze obligatieleningen onherroepelijk en onvoorwaardelijk gegarandeerd. In verband met deze uitgiftes waren prospectussen opgesteld, waarin onder meer de jaarrekeningen 1986 en 1987 waren opgenomen. Deze jaarrekeningen waren voorzien van goedkeurende accountantsverklaringen. In beide gevallen trad de Bank op als lead manager van het emissiesyndicaat.

Medio oktober 1988 is de Bank door enkele mediapublicaties op de hoogte gekomen van negatieve informatie over Co op AG. Uit die publicaties bleek dat het Co op-concern eind 1985 een grote schuldenlast had, die slechts voor een klein gedeelte in de balans per ultimo 1985 was opgenomen. In de jaarrekeningen van Co op AG zouden 214 verbonden ondernemingen niet zijn geconsolideerd, terwijl die ondernemingen tezamen een schuldenlast hadden van ruim DM 1,5 miljard. Hierdoor zou de geconsolideerde balans een negatief eigen vermogen vertonen van omstreeks DM 2 miljard. Ook zou sprake zijn van grote liquiditeitsproblemen bij Co op AG. De accountants hebben hun goedkeurende verklaringen later ingetrokken.

In deze procedure betwistte de Bank niet dat het prospectus misleidend was, hoewel de jaarrekeningen klaarblijkelijk wel in overeenstemming met de toepasselijke verslaggevingsregels waren opgesteld. Zo stelde de rechtbank vast dat de Bank tegenover de feitelijke stellingen van de beleggers geen bewijs heeft aangeboden van de juistheid en volledigheid van de prospectussen. Bij pleidooi had de Bank te kennen



gegeven zich er bij neer te leggen dat zij dat bewijs niet kan leveren. Dat bracht mee dat de prospectussen in zoverre misleidende mededelingen bevatten.

Een ander voorbeeld van een zaak waarin was nagelaten essentiële informatie op te nemen, is het prospectus waarmee participaties in een Canadees beleggingsfonds (een limited partnership) in onroerend goed werden aangeboden (het zogeheten Boterenbrood-arrest (HR 8 mei 1998, JOR 1998/110)). Het prospectus vermeldde niet de potentiële aansprakelijkheid van limited partners na hun uittreding uit het fonds. De rechtbank oordeelde dat het voortbestaan van deze aansprakelijkheid essentieel en relevant was en dat het feit dat hieromtrent niets vermeld was in het prospectus misleidend was. Het betrof een material fact dat niet gebruikelijk was, waarmee de doorsnee-belegger geen rekening behoefde te houden. Het Hof oordeelde daarover anders. In hoofdzaak achtte het Hof de aansprakelijkheid van een uittredende limited partner naar Canadees recht niet wezenlijk anders dan die van een uittredende commanditaire vennoot naar Nederlands recht. In cassatie wordt het arrest vernietigd. In zijn arrest gebruikt de Hoge Raad – voor zover mij bekend – voor het eerst de term “doorsnee-belegger”. Volgens de Hoge Raad behoefde een doorsnee-belegger niet bekend te zijn met de Nederlandse aansprakelijkheidsregels voor uittredende commanditaire vennoten noch erop bedacht te zijn dat zij ook van toepassing zijn op naar buitenlands recht opgerichte commanditaire vennootschappen. Het niet vermelden van de toepasselijke buitenlandse aansprakelijkheidsregels in het prospectus leidt tot de slotsom dat het prospectus dan ook misleidend was wegens onvolledigheid.

Uit deze casusposities blijkt dat verzwijging in een prospectus van essentiële informatie onvergeeflijk is. Wie niet adequaat geïnformeerd wordt door de uitgevende instelling, behoort dan ook beschermd te worden. Het lijkt mij niet goed voorstelbaar dat enig debat over de vermoedelijke verwachting van de misleide maatman daarop een ander licht zou kunnen werpen.

(ii) Verzwegen informatie, maar bekend is of kan zijn dat iets wordt verzwegen

Hiervoor is al aandacht besteed aan het Boterenbrood-arrest. Niet onbelangrijk is dat de Hoge Raad in dit arrest ook heeft uitgemaakt dat het enkele feit dat beleggers inlichtingen kunnen inwinnen in geval van onduidelijkheid over hetgeen in het prospectus wordt vermeld, niet aan een misleidende diskwalificatie in de weg staat. Immers, de uitgevende instelling is gehouden volledige en niet-misleidende informatie in het prospectus te geven.

Hetzelfde zou mijns inziens moeten gelden als essentiële informatie in het prospectus ontbreekt, maar de maatman van dat gegeven op de hoogte is of had kunnen zijn. Ook het feit dat beleggers ervaren zakenmensen of professionele beleggers kunnen zijn, legt op dit punt – de beoordeling van de vraag of het prospectus misleidend is – mijns inziens geen gewicht in de schaal. Uitgegaan moet immers worden van de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone consument-belegger. De kennis en ervaring van een individuele belegger komt pas in een later stadium bij de vaststelling van de omvang van de aansprakelijkheid aan de orde. Dan nog is het mijns inziens kwestieus dat het feit dat een ervaren of professionele belegger zou kunnen weten dat bepaalde informatie in het prospectus is verzwegen, moet leiden tot matiging van de schadeplichtigheid.

Steun voor mijn opvatting kan ontleend worden aan het World Online-arrest van de Hoge Raad. De casus is overbekend. Een piepjong internetbedrijf wordt met een goed geregisseerde hype en op het hoogtepunt van de internetzeepbel naar de beurs



gebracht. Toen in de markt duidelijk werd dat Nina Brink haar aandelenbelang al voorafgaand aan de beursintroductie had verzilverd voor een fractie van de introductieprijs, was de boot aan. In zijn arrest heeft de Hoge Raad het oordeel van het Hof in stand gelaten dat uit het prospectus – hoewel de bewoording van de bewuste passage duidelijker had gekund – voor een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger die de Engelse taal voldoende machtig is en kennis heeft genomen van het prospectus, duidelijk kan zijn geweest dat Nina Brink een groot deel van haar aandelenbezit World Online voor de beursgang van de hand had gedaan. Omdat dit gegeven in het prospectus voor de maatman voldoende duidelijk was gemaakt, kon volgens het Hof op dat punt geen sprake zijn van onjuiste of onvolledige mededelingen in het prospectus.

Als de maatman-belegger op de hoogte had kunnen zijn van dat gegeven, dan had hij – met de vereiste omzichtigheid en oplettendheid – ook kunnen bedenken dat in het prospectus niet was vermeld tegen welke prijs Nina Brink die aandelen had verkocht. Het feit dat de maatman wist of kon weten dat hem niet het hele verhaal werd verteld, wordt hem echter niet euvel geduid. De Hoge Raad oordeelt namelijk dat die verkoopprijs in de omstandigheden van het geval van materieel belang was voor de beleggingsbeslissing van de “maatman-belegger” en derhalve in het prospectus vermeld had moeten worden. Die omstandigheden waren dat de waarde van een ICT-bedrijf lastig was te schatten, World Online bestond nog maar kort en de waarde hing dus sterk af van de toekomstverwachtingen. Onder die omstandigheden was de prijs waarvoor Nina Brink, medeoprichtster en boegbeeld van World Online, zelf zeer kort voor de beursintroductie bereid is geweest afstand te doen van een aandelenpakket een van de relevante objectieve oriëntatiepunten voor potentiële beleggers.

De conclusie uit het voorgaande lijkt mij te zijn dat die wakkere maatman, waarvan wij zulke hooggespannen verwachtingen mochten hebben (hij moest gemiddeld geïnformeerd, omzichtig en oplettend zijn), als gevolg van het bestaan van de prospectusverplichtingen toch een beetje in slaap wordt gebracht. Het moge zo zijn dat de Hoge Raad van de maatman verwacht dat hij zich in de aangeboden informatie verdiept, maar die gewone belegger behoeft niet actief op onderzoek uit te gaan. Hij behoeft ook niet te trachten de in het prospectus ontbrekende informatie te laten aanvullen. Een gebrek aan waakzaamheid zal de maatman bij niet-naleving van de prospectusvoorschriften niet spoedig kwalijk worden genomen. De reden hiervoor is dat de kernverplichting van de uitgevende instelling om ‘het verhaal’ volledig en juist in het prospectus te vertellen, fier overeind staat.

(iii) Onjuiste informatie in het prospectus

Als voorbeeld haal ik aan de beweerdelijk onjuiste informatie in het emissieprospectus van 20 september 2007 met betrekking tot de blootstelling van Fortis aan de zogeheten *subprime* crisis. Het prospectus is een vuistdik document, dat is opgesteld in verband met een aandelenemissie van € 13,4 miljard. Die emissieopbrengst was bestemd voor de financiering van een deel van de overnamesom van ABN Amro van € 24 miljard.

Op welk punt ging het volgens de VEB mis in het emissieprospectus? De grote issue die medio 2007 in het bankwezen speelde, was in welke mate financiële instellingen belegd hadden in subprime hypotheekleningen. Ons mondiale financiële systeem is namelijk zo ingewikkeld geworden dat relatief arme families in Amerikaanse staten van Alabama tot Virginia hun huis hadden kunnen kopen of er een nieuwe hypotheek op hadden kunnen nemen met dikwijls complexe leningen die – zonder dat zij dat wisten – vervolgens met andere soortgelijke leningen als *collateralized debt obligations* (CDOs) tot nieuwe



pakketten werden gebundeld. Die CDOs werden vervolgens door investment banks verkocht, ook in Europa aan allerlei banken, pensioenfondsen en gemeentelijke overheden. De CDOs werden zo opgedeeld dat men meende te kunnen stellen dat een bundeling van de betalingen van de oorspronkelijke leningnemers een even betrouwbare bron van inkomsten was als een 10-jaar lopend Amerikaans schatkistcertificaat en derhalve in aanmerking kwam voor een hoge of zelfs de allerhoogste kredietbeoordeling (*rating*). U moet van mij aannemen dat dit tovenaarskunst is waar zelfs Harry Potter niet tegenop kan. Toen na een eerste kennismakingsperiode de rentepercentages van de hypotheeken omhoog gingen, bleven de leningnemers in gebreke met betaling en begon de uitwinning van de zekerheden. De zeepbel van de Amerikaanse onroerendgoedmarkt spatte daarop uiteen, hetgeen leidde tot een scherpe daling van de huizenprijzen. Wat daarop volgde, was een verwoestende kettingreactie die niet zonder gevolgen kon blijven voor de waarde van de daaraan gerelateerde beleggingen: de *subprime* beleggingen.

Verwacht mocht worden dat het emissieprospectus van Fortis aan deze issue – de blootstelling van Fortis aan beleggingen in *subprime* hypotheeken – aandacht zou besteden. Het prospectus vermeldde daarover het volgende.

“Update on Fortis’ well-managed risk exposure

Although Fortis does not have any direct mortgage financing activities in the US, it does have some exposure to the US subprime mortgage market through its ownership of mortgage-backed securities, asset-backed securities and CDOs. Approximately 95% of these MBS and ABS portfolios are AAA and AA rated. The impact on Fortis’s full year 2007 results is expected to be non-material thanks to its diversified portfolio, dynamic portfolio management and the credit risk protection purchased in 2006. Even if the current subprime severity would deteriorate with a further 20%, the additional non-linear net profit impact is estimated at EUR 20 million.”

Uit deze alinea blijkt dat Fortis voor een tekst heeft gekozen waaruit naar voren komt dat er eigenlijk geen vuiltje aan de lucht was. Fortis bedient zich zelfs van een uitgesproken wervende kopregel boven deze paragraaf: *Update on Fortis’s well-managed risk exposure*. Daarbij heeft Fortis ook gesteld dat er sprake was van slechts enige blootstelling (*some exposure*) aan de Amerikaanse hypotheekmarkt en dat de gevolgen van de kredietcrisis voor het bedrijfsresultaat van 2007 *non-material* zouden zijn. In de laatste zin staat dat het verlies bij een verergering van de situatie met 20% beperkt zou blijven tot een bedrag van ca. € 20 miljoen.

In werkelijkheid – zo luidt althans de stelling van de VEB, die daarin inmiddels gesteund wordt door de oordelen van de AFM, de rechtbank Rotterdam en de Ondernemingskamer – hield Fortis toen zelf reeds rekening met verliezen in de orde van grootte van € 350 tot € 400 miljoen, terwijl de uiteindelijke verliezen op deze beleggingen substantieel meer waren. In het emissieprospectus werd bovendien verzwegen dat Fortis de waarderingsmethodiek van de door haar gehouden *subprime* beleggingen heeft moeten aanpassen. Fortis waardeerde die beleggingen in het verleden op marktwaarde (*mark to market*), maar in september 2007 bestond er voor dergelijke activa geen markt meer. Er was geen partij meer die dergelijke beleggingen nog wilde hebben. Fortis is daarom noodgedwongen overgestapt van een waardering op marktwaarde naar een zuiver theoretische waardering (*mark to model*). Het gegeven dat het bij Fortis ging om activa met een totale balanswaarde van € 8,7 miljard is eveneens niet vermeld in het prospectus. Het heeft mij ertoe gebracht om – het zij toegegeven: met enige theatrale overdrijving – bij de Ondernemingskamer te verzuchten dat Fortis beleggers maar beter op een andere wijze had gewaarschuwd voor deze *toxic assets*...



De les die mettertijd hopelijk uit deze zaak te leren valt, is dat de wakkere maatman blind moet kunnen afgaan op de juistheid van de mededelingen in het prospectus. De maatman zal misleid zijn als hij vertrouwend op de juistheid van deze mededelingen in het prospectus aandelen Fortis heeft gekocht die hij anders niet of in elk geval tegen een aanmerkelijk lagere beurskoers zou hebben gekocht. Ook in dit geval lijkt er niet heel veel ruimte te zijn voor een debat over de vermoedelijke verwachting van de maatman-belegger. De informatie in het prospectus moet gewoon op de belangrijke punten – regel voor regel – kloppen.

In al deze zaken zijn geen deskundigenberichten uitgebracht om de misleiding vast te stellen. Ook is geen opinieonderzoek uitgevoerd om bijvoorbeeld het aantal 'misleide neuzen' te tellen en vast te stellen of een bepaalde grens is overschreden. De rechter stelt zelf vast of een aanzienlijke kans bestaat dat de beleggingsbeslissing van de maatman beïnvloed is door de misleidende informatie in het prospectus. Zolang daarbij maar logisch geredeneerd wordt en inzicht wordt gegeven in de gevolgde gedachtegang, lijkt dat juist. Ook het Europese Hof van Justitie kan zich daarmee "als regel" verenigen.

5. Bewijsvoering

In procedures over prospectusaansprakelijkheid zal het er uiteindelijk op aankomen dat benadeelde beleggers erin slagen de misleiding van de maatman in voldoende mate handen en voeten te geven. Op benadeelde beleggers rust terzake de stelplicht. Daarbij zullen de prospectusvoorschriften als leidraad worden genomen.



Hebben de benadeelde beleggers eenmaal aan die stelplicht voldaan, dan rust vervolgens op grond van art. 6:193j lid 1 BW op de uitgevende instelling (in de wettelijke terminologie: de handelaar) de bewijslast van de materiële juistheid of volledigheid van de mededelingen die zij heeft gedaan. Die omkering van de bewijslast is voor beleggers een meer dan welkome wind in de zeilen. Die omkering geldt alleen:

“(...) als dat passend lijkt, gelet op de omstandigheden van het geval en met inachtneming van de rechtmatige belangen van de handelaar en van elke andere partij bij de procedure.”

Het lijkt mijns inziens geen redelijke twijfel dat het de uitgevende instelling is die als gevolg van zowel het openbaar maken van het prospectus als van de invloed die zij op de inhoud daarvan heeft uitgeoefend of minstgenomen daarop heeft kunnen en moeten uitoefenen ook de bewijslast dient te dragen van de juistheid en volledigheid van de in het prospectus opgenomen mededelingen. Dat lijkt mij in dit geval zonder meer passend.

Opgemerkt moet worden dat procedures over prospectusaansprakelijkheid meer recent een extra dynamiek hebben gekregen. Die verandering houdt direct verband met de omstandigheid dat beleggers ten opzichte van de uitgevende instelling gewoonlijk een informatieachterstand zullen hebben. Zij kunnen het vermoeden hebben dat in het prospectus onvolledige en/of onjuiste informatie is opgenomen, maar zijn niet in staat om de vinger precies genoeg op de zere plek te leggen. In het verleden kwam het spreekwoord – al is de leugen nog zo snel, de waarheid achterhaalt haar wel – nog wel eens te pas. Co op AG werd door de Duitse media ontmaskerd als fraudeur. Toen kort na de beursintroductie van World Online een heuse verkoopgolf van aandelen World Online op gang kwam en de beurskoers steeds verder weggleed, werd Nina Brink door professionele beleggers in een conference call gedwongen op te biechten dat zij maanden tevoren de champagnefles al had ontkurkt nadat zij haar aandelenbelang had verkocht voor ongeveer een zesde deel van de introductieprijs.

Thans is het mogelijk om drukmiddelen in te zetten om de waarheid boven tafel te krijgen. Zo heeft de VEB de Ondernemingskamer verzocht een enquête te gelasten naar de publieke verklaringen die Fortis had gedaan. Tot die verklaringen behoorde een prospectus met behulp waarvan Fortis € 13,4 miljard had opgehaald om daarmee de overname van (een deel van) ABN Amro te financieren. Volgens de VEB was het prospectus op het punt van de blootstelling aan de risico's verbonden aan de subprime crisis onjuist en onvolledig en daardoor misleidend. Het doel van de enquête was niet uitsluitend gelegen in de vaststelling dat Fortis zich schuldig gemaakt had aan wanbeleid. De VEB wenste openheid van zaken te verkrijgen, nu Fortis haar dat niet of in onvoldoende mate wenste te verschaffen. Aangezien het verkrijgen van openheid van zaken één van de doeleinden van het enquêterecht is, heeft de Ondernemingskamer er geen beletsel in gezien dat de enquête mede werd verzocht om bewijsmateriaal te verzamelen met het oog op een bij de burgerlijke rechter in te stellen schadevergoedingsvordering. In grote dankbaarheid heeft de VEB het onderzoeksverslag dan ook in ontvangst genomen. Het heeft anderhalf jaar geduurd voor het verslag gereed kwam en met het onderzoek waren enkele miljoenen euro's gemoeid, maar dan heb je ook wel wat. Het verslag telt 582 pagina's met 398 bijlagen. De VEB kreeg alles netje geordend in klappers aangeleverd. U zult begrijpen met welk een euforie de VEB van deze informatie kennis heeft genomen.

Een issue die hier nog speelt, is dat de Ondernemingskamer heeft bepaald dat wel het onderzoeksverslag, maar niet alle bijlagen ter griffie van de Ondernemingskamer voor een ieder ter inzage worden gelegd. Dat had een activering van een wettelijke



geheimhoudingsplicht tot gevolg; het is aan anderen dan de rechtspersoon verboden mededelingen aan derden te doen uit die bijlagen. Aldus zou het de VEB in de bij de rechtbank aangespannen bodemprocedure verboden zijn gebruik te maken van de vertrouwelijke bijlagen, zulks op straffe van overtreding van art. 272 Sr (waarin de opzettelijke schending van wettelijke geheimhoudingsplichten als misdrijf strafbaar is gesteld). De VEB heeft inmiddels de voorzitter van de Ondernemingskamer verzocht alsnog gemachtigd te worden tot het doen van mededelingen uit die bijlagen in de aanhangig gemaakte procedure (art. 2:353 lid 3 BW).

Op nog een andere wijze is het voor beleggers mogelijk om feitenmateriaal met betrekking tot onvolledige en/of onjuiste mededelingen in een prospectus bloot te leggen. Ik doel dan op de mogelijkheid de AFM te verzoeken handhavingsmaatregelen te nemen naar aanleiding van een vermeende onregelmatigheid in een reeds openbaar gemaakt en goedgekeurd prospectus. Een bijzondere rechtsingang daarvoor kan worden gecreëerd door de stelling te betrekken dat de uitgevende instelling ofwel de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie (art. 5:25i lid 2 j° art. 5:53 lid 1 Wft) heeft overtreden door deze informatie niet gelijktijdig met de openbaarmaking van het prospectus in een persbericht te publiceren, ofwel het verbod van marktmanipulatie heeft overtreden door onjuiste en/of misleidende informatie met betrekking tot de uitgevende instelling te verspreiden (art. 5:58 lid 1 sub d Wft). Treedt de AFM in reactie op het concrete handhavingsverzoek niet op, dan is het zelfs mogelijk daartegen met in de Algemene wet bestuursrecht geregelde rechtsmiddelen op te komen.

Ook de bestuurlijke boetes die de AFM naar aanleiding van een dergelijke overtreding van de financiële toezichtswetgeving kan opleggen, kunnen voor een lopende procedure waardevolle informatie opleveren. Wederom speelt hier een netelige transparantie-issue. Op verzoek van de ondertoezichtgestelde uitgevende instelling is de AFM bereid het verplicht openbaar te maken boetebesluit te schonen van bedrijfsvertrouwelijke gegevens. Soms laat de AFM bij de uitvoering van dat verzoek haar oren iets te veel hangen naar de uitgevende instelling. Een voorbeeld daarvan is een boetebesluit dat aan Fortis is opgelegd. In dit geval zou de AFM de kwalificatie van 'veiligheidsdienst' van de financiële sector niet misstaan. Mijns inziens bestaat voor het op deze wijze rigoureuze kuisen van het boetebesluit geen wettelijke grondslag. Het bewuste boetebesluit wenst de VEB middels een in de lopende bodemprocedure opgeworpen exhibitie-incident ex art. 843a Rv alsnog te bemachtigen.

U begrijpt dat op dit terrein nog een bittere strijd gestreden moet worden.

6. Uitleiding

Ik kom tot een afronding. Zoals de Nederlander bestaat, bestaat ook de misleide maatman. Zijn biotoop is echter een bijzondere. Hij gaat zo meteen niet met ons een borrel drinken. Hij existeert uitsluitend in processtukken. In die documenten wordt een beeld geschetst van zijn denkwereld en zijn, al dan niet beperkte, intellectuele vermogens. Mijn boodschap aan u is dat het processuele debat daarover slechts een betrekkelijke waarde heeft. Als gevolg van de dwingende prospectusvoorschriften mogen beleggers verschoonbaar achterover leunen of zelfs in slaap dommelen. De 'schepper' van de misleide maatman is namelijk de uitgevende instelling zelf, die ervoor heeft gekozen informatie aan beleggers te onthouden of die verwijtbaar steken heeft laten vallen bij het correct weergeven van informatie die van materieel belang is voor het nemen van beleggingsbeslissingen. Door die 'daad' en met dat DNA wordt de misleide maatman tot leven gewekt. Het is maar dat u het weet...