

G.T.J. Hoff<sup>1</sup>

## 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.<sup>2</sup> 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 en daarvan verslag te doen, 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*.<sup>3</sup> 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 wel 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 ook 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) betrokkene(n) getoetst kunnen worden, zodat op een uitgebalanceerde wijze een oordeel over een concreet geschil kan worden geveld.<sup>4</sup>

---

1 Mr. G.T.J. Hoff is advocaat te Haarlem.

2 NRC Handelsblad van 25 september 2007 (‘Máxima: Nederlandse identiteit nog niet ontdekt’).

3 Dan brengen de tekstschrijvers van het lied ‘15 miljoen mensen’ – alom bekend van de Postbank-reclame – het er aanzienlijk beter van af. Voor velen herkenbaar zijn zinnen als: “Land van 1000 meningen, Het land van nuchterheid, Met z’n allen op het strand, Beschuit bij het ontbijt, Het land waar niemand zich laat gaan, Behalve als we winnen, Dan breekt acuut de passie los, Dan blijft geen mens meer binnen, Het land wars van betutteling, Geen uniform is heilig, Een zoon die noemt z’n vader Piet, Een fiets staat nergens veilig” *und so weiter*.

4 Zie bijv. A.G. Castermans e.a., *De maatman in het burgerlijk recht*, Deventer: Kluwer 2008.

Het gaat er dan om dat wij van een dergelijke voorbeeldfiguur kunnen leren hoe we ons dienen te gedragen, welke (vak)kennis van ons mag worden verwacht en welke omstandigheden en gedragingen ons toegerekend zullen worden. Meer concreet valt in dit verband te denken aan eventuele aansprakelijkheid voor een beleggingsadvies dat onfortuinlijk uitpakt, waarbij het handelen of nalaten van de beleggingsadviseur in kwestie vergeleken wordt met dat van de redelijk handelend en bekwame vakgenoot. Een ander voorbeeld – en dat ligt iets dichterbij huis voor u – is bestuurdersaansprakelijkheid. Ook in dat geval zal de maatman kunnen opduiken, aangezien een bestuurder nu eenmaal verplicht is tot een behoorlijke vervulling van zijn taak (artikel 2:9 en 2:138 BW).

Op het terrein van prospectusaansprakelijkheid zien wij ook dat een hoofdrol is weggelegd voor deze maatman, ofwel de doorsneebelegger. 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 (artikel 3:305a BW), waarbij in aanvang gewoonlijk niet meer dan een verklaring voor recht wordt gevorderd dat de uitgevende instelling (en de begeleidende banken) onrechtmatig heeft gehandeld – staat of valt met de succesvolle verbeelding van de misleide maatman-belegger. Bij die verbeelding in de processtukken (en de voorbereidingen daarvoor) 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 erachter 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-belegger de maat der dingen.<sup>5</sup> 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-belegger. De *pointe* van mijn verhaal is dat de hoofdrol die de misleide maatman in de procedure zou gaan spelen door de werking van de prospectusvoorschriften gedegradeerd wordt tot die van figurant. Tot slot van mijn

---

5 Vrij naar de Griekse filosoof Protagoras, die in de vijfde eeuw voor Christus al zei dat de mens de maat van alle dingen is. Daarmee heeft Protagoras niet zozeer een filosofisch probleem opgelost, maar dat pakkend onder woorden gebracht. Volgens Protagoras kent de mens de dingen niet zoals ze zijn, maar zoals hij ze waarneemt. Het komt er dus op aan oog te krijgen voor die bijzondere wijze van waarneming.

inleiding: de ervaring leert dat als eenmaal door de rechter de teerling is geworpen over het onrechtmatig handelen van de uitgevende instelling andere lastige rechtsvragen over causaliteit en schade als sneeuw voor de zon verdwijnen en daadwerkelijk over een *settlement* met de uitgevende instelling kan worden gesproken.<sup>6</sup>

## 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<sup>7</sup> heeft geoordeeld – en dat in navolging van het Europese Hof van Justitie<sup>8</sup> – 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 (alsook de overige wenken die de Hoge Raad heeft gegeven) geldt volgens de Hoge Raad zowel voor artikel 6:194 (oud) BW (misleidende reclame) als voor de sinds 15 oktober 2008 geldende wettelijke regeling van de oneerlijke handelspraktijken (artikel 6:193a e.v. BW).<sup>9</sup> 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. Taalkundig kan de vraag dan nog wel worden gesteld of in dit geval het woordje ‘gemiddeld’ uitsluitend ziet op het geïnformeerd zijn van de belegger of ook op het omzichtig en oplettend zijn. Uit de Engelse

6 Buiten beschouwing laat ik in deze bijdrage de organisatie van de beleggers aan de kant van eiser(s). Als geen ander weet de VEB grote groepen beleggers vakkundig te mobiliseren en op gezette tijden te informeren over het verloop van de procedure. Dat is een geruststellende gedachte voor advocaten die door de VEB worden ingeschakeld. Alle aandacht kan daardoor naar de zaak uitgaan.

7 HR 27 november 2009, *JOR* 2010/43 (World Online), r.o. 4.10.3 en HR 30 mei 2008, *JOR* 2008/209 (TMF/De Boer), r.o. 4.2.

8 HvJ EG 16 juli 1998, nr. C-210/96, *NJ* 2000/374 (Gut Springenheide) en – in iets andere bewoordingen, maar inhoudelijk niet afwijkend omschreven – HvJ EG 19 september 2006, nr. C-356/04, *NJ* 2007/18 (Lidl).

9 Sinds 15 oktober 2008 geldt de wettelijke regeling van oneerlijke handelspraktijken voor de verhouding van ondernemingen jegens consumenten (B2C) en de wettelijke regeling van misleidende reclame voor de verhouding tussen ondernemingen (B2B).

taalversie van de uitspraak van het Europese Hof blijkt dat ook op dit punt met de menselijke maat rekening moet worden gehouden. Maatgevend is:

“(...) the presumed expectations of an average consumer who is reasonably well-informed and reasonably observant and circumspect.”

Het woordje “gemiddeld” slaat in de Engelse tekst dus ook op het vereiste dat de maatman oplettend en omzichtig moet zijn.<sup>10</sup> 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.<sup>11</sup> De Hoge Raad laat daar nog wel op volgen: “behoudens het geval dat de reclame zich uitsluitend op personen met dergelijke kennis en ervaring richt.” Terecht plaatst de Hoge Raad dit uitzonderingsgeval tussen haakjes, omdat in de wereld van de beurshandel waarin effecten met de snelheid van het licht marktbreed van hand tot hand gaan een dergelijk geval niet goed denkbaar is.

Een andere kanttekening is dat deze omschrijving van de maatman wordt ingezet voor een breed spectrum van misleidingsklachten. Te denken valt bijvoorbeeld aan klachten over reclame-uitingen, etiketteringsvoorschriften en mededelingen in een emissieprospectus. 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. Dat zijn welhaast feiten van algemene bekendheid of algemene ervaringsregels. Daarentegen is een prospectus een uiterst serieus (en voor sommigen zelfs slaapverwekkend) 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.<sup>12</sup> Niet elke vaststelling dat een mededeling in een prospectus onjuist of onvolledig is, zal *ipso facto*

---

10 Hetzelfde geldt voor de Franse taalversie van de uitspraak: “à l’attente présumée à cette indication d’un consommateur moyen, normalement informé et raisonnablement attentif et avisé.”

11 HR 27 november 2009, *JOR* 2010/43 (World Online), r.o. 4.10.3.

12 HR 27 november 2009, *JOR* 2010/43 (World Online), r.o. 4.10.4.

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. (...) Het gaat er dus om of de mededeling op zichzelf genomen een misleidend karakter heeft.”

Een onjuiste of onvolledige mededeling in een prospectus zal mijns inziens van materieel belang zijn, indien redelijkerwijs aannemelijk is dat de maatman-belegger 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-belegger de aankoop tegen andere voorwaarden had gedaan omdat de voorstelling van de beleggingspropositie in wezen nu eenmaal anders luidde.

Met deze wakkere of snuggere maatman-belegger 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 artikel 5:13 lid 1 Wft. Dit voorschrift luidt als volgt:

“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.

Te signaleren valt hier nog wel een verschil met de Prospectusrichtlijn (2003/71/EG). Volgens artikel 5 lid 1 van de Prospectusrichtlijn wordt verlangd dat de “noodzakelijke informatie” in het prospectus wordt opgenomen om beleggers in staat te stellen zich een verantwoord oordeel te vormen over de beleggingspropositie. Die richtlijn is lijkt een andere maatstaf in te houden dan de gegevens die “van belang zijn” voor het vormen van een dergelijk oordeel, waarnaar in nationaal verband verwezen wordt in artikel 5:13 lid 1 Wft. Immers, een bepaald gegeven kan voor het nemen van een beleggingsbeslissing van belang zijn zonder dat het strikt noodzakelijk is om daarvan kennis te nemen.<sup>13</sup> Dit verschil zou betekenen dat uitgevende instellingen op grond van de Wft tot een ruimere *disclosure* gehouden zijn dan waartoe de Prospectusrichtlijn hen noopt.

Het is van belang in te zien dat artikel 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.<sup>14</sup> Zo bevatten artikel 3 tot en met 23 van de Prospectusverordening een verwijzing naar schema’s<sup>15</sup> en bouwstenen<sup>16</sup> (die alle bijlagen vormen bij de Prospectusverordening) met onderwerpen die minimaal in het prospectus door de uitgevende instelling moeten worden geadresseerd. Het prospectus dient te worden samengesteld uit een verplichte combinatie van deze schema’s en bouwstenen. De precieze combinatie hangt af van de soort uitgevende instelling en het soort effect.<sup>17</sup> Het is aan de uitgevende instelling om met behulp van (de verplichte combinatie) van schema’s en bouwstenen het prospectus samen te stellen en om ten behoeve van de toezichthouder op verwijzingslijsten aan te geven waar de verplichte informatie in het prospectus is opgenomen.

Ingezien moet worden dat deze twee onderdelen van artikel 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 minder

---

13 In deze zin ook J.P. Franx, ‘Inhoudelijke prospectusvereisten’, in: *Onderneming en financieel toezicht*, Serie Onderneming en Recht, deel 57 (tweede druk), Deventer: Kluwer 2010, p. 596.

14 Zie Verordening (EG) nr. 809/2004 van de Commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opneming van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van advertenties betreft (*PbEU* 2004, L 149), zoals nadien gewijzigd.

15 Onder een ‘schema’ wordt verstaan een lijst van minimale informatievereisten voor verschillende categorieën uitgevende instellingen en/of voor verschillende categorieën effecten.

16 Onder een ‘bouwsteen’ wordt verstaan een lijst van aanvullende, niet in een van de schema’s opgenomen informatievereisten, die in voorkomend geval aan een of meer schema’s moeten worden toegevoegd.

17 Zie hiervoor Bijlage XVIII (tabel van de combinaties van schema’s en bouwstenen) bij de Prospectusverordening, ook wel de *roadmap* genoemd.

belangrijk zullen zijn voor een beoordeling van de beleggingspropositie door beleggers. Het is de vraag of, en zo ja, welk verband tussen deze twee onderdelen bestaat. In artikel 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” artikel 5:13 Wft – en daarmee ook alle gegevens die ingevolge de Prospectusverordening in het prospectus moeten worden opgenomen – aangemerkt als “essentieel” als bedoeld in artikel 6:193d lid 2 BW (artikel 6:193f onder 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’ (artikel 6:193d lid 1 BW), hoe triviaal die informatie ook is. Dat lijkt mij rechtens geen aanvaardbaar uitgangspunt gelet op de door de Hoge Raad aangelegde materialiteitstoets (zie hiervoor par. 2).

Duimdikke prospectussen zijn het onontkoombare gevolg van het informatieparadigma dat de wetgever tot uitgangspunt heeft genomen. Dit informatieparadigma houdt in dat naleving van de prospectusplicht bevorderlijk zou zijn voor de alom wenselijk geachte bescherming van beleggers. Beleggers zullen door ontvangst van informatie over de door de uitgevende instelling voorgenomen kapitaalmarkttransactie in staat worden 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. Indien aan de belegger juiste en volledige informatie is verstrekt over de risico’s van een beleggingsbeslissing, is hij (of zij) voor deze beslissing zelf verantwoordelijk. Of anders gezegd: op voorwaarde dat alle noodzakelijke informatie over de aan een beleggingsbeslissing verbonden risico’s correct is opgenomen in het prospectus, zullen beleggers niet alleen de vruchten van hun beleggingsbeslissing kunnen plukken, maar ook de lasten daarvan moeten dragen. 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 of zelfs onjuist te zijn voorgelicht over de risico’s van de voorgestelde belegging. Zo beschouwd, zou het prospectus – nogmaals: *mits* de prospectusplicht naar behoren is nageleefd – 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<sup>18</sup> – dat uitgevende instellingen met de nauwgezette naleving van de prospectusplicht beogen te bereiken. Om dat effect aannemelijk te maken, wijs ik bijvoorbeeld op de steeds verder uitdijende omvang van prospectussen – waarbij bijna over een vorm van obesitas kan worden gesproken<sup>19</sup> – 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.<sup>20</sup>

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 in elk geval al jarenlang het verweer dat zij überhaupt niet aansprakelijk kan worden gesteld voor een eventueel misleidend prospectus, om de enkele reden dat het prospectus is goedgekeurd door de AFM (en voorafgaand aan de implementatie van de Prospectusrichtlijn: goedgekeurd door de Vereniging voor de Effectenhandel). Op grond van artikel 5:2 Wft is voor de toelating tot de handel op een in Nederland gereguleerde markt namelijk vereist, dat er ter zake van:

“(…) de toelating een prospectus algemeen verkrijgbaar is dat is goedgekeurd door de AFM of door een toezichthoudende instantie van een andere lidstaat.”

Nog steeds menen sommige uitgevende instellingen (en banken) – mijns inziens tegen beter weten in – dat de goedkeuring van de AFM een vrijwaring zou opleveren voor claims van beleggers. Dat is rechte onjuist.<sup>21</sup> 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 (artikel 5:9 lid 1 jo. artikel 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 (of een soort van keurmerk) over de tot de handel op een gereguleerde markt toegelaten effecten. Het lijkt mij veelzeggend dat ook Maatman – een oud-bestuurslid van de AFM (naar wie alleen al door zijn bijzondere naam goed geluisterd zou moeten worden) – bij zijn

---

18 Aldus T. van Dyck, *De geharmoniseerde prospectusplicht* (diss. Leuven), Uitgeverij Die Keure 2010, p. 77-78.

19 Het introductieprospectus van D.E. Master Blenders 1753 N.V. van 1 juni 2012 telt bijv. 236 bladzijden (te downloaden via [www.afm.nl](http://www.afm.nl) – openbare registers).

20 Zo bevat het introductieprospectus van D.E. een 17 pagina’s tellende lijst met risicofactoren.

21 Zie ook *Kamerstukken II 2004-05*, 30 013, nr. 8, p. 18: “Uit de prospectusrichtlijn vloeit voort dat de AFM aan haar voorgelegde prospectussen toetst op volledigheid, begrijpelijkheid en consistentie, maar uitdrukkelijk niet op of de in het prospectus opgenomen informatie materieel ook juist is. De aanbieder van effecten – doorgaans, doch niet per definitie, de uitgevende instelling, maar ook degene die het prospectus (mede) doet openbaar maken – is verantwoordelijk voor de juistheid van de in het prospectus opgenomen informatie. Deze kan daar in rechte ook op worden aangesproken.”

uiteenzettingen over het begrip “goedkeuring” het accent eerst en voor alles legt op wat die goedkeuring van de AFM *niet* inhoudt. Onderkend moet intussen wel worden dat artikel 5:9 lid 1 Wft de AFM verplicht om in het kader van de goedkeuring van een prospectus onder meer aan de algemene norm van artikel 5:13 Wft te toetsen. Het is maar de vraag of dit een doelmotiverende exercitie voor de AFM is. De AFM lijkt daarvoor niet geëquipeerd te zijn. De uitgevende instelling is degene die beschikt over alle informatie over haar bedrijfsactiviteiten, de resultaten daarvan en haar vooruitzichten. Daardoor zal de uitgevende instelling bij uitstek in staat zijn om te beoordelen welke informatie voor beleggers van belang is.

Niet alleen uitgevende instellingen hebben van die goedkeuring van de AFM een irreële voorstelling van zaken. Ook beleggers blijken nog steeds in sprookjes te geloven. Zo publiceerde de AFM in december 2012 een bericht op haar website over de betekenis die beleggers kennelijk toekennen aan een door de AFM goedgekeurd prospectus.<sup>22</sup> Daaraan ontleen ik de volgende ontluisterende gegevens. Het grootste misverstand is dat beleggers denken dat de informatie in het goedgekeurde prospectus juist is (33% van de respondenten). Ook wordt het goedgekeurde prospectus nog wel eens beschouwd als een keurmerk van de AFM (19%) of een teken dat de AFM de belegging heeft goedgekeurd (15%). Sommige beleggers verwachten dat ze met de belegging goed zitten als de AFM het prospectus heeft goedgekeurd; 17% denkt dat de beloofde rendementen realistisch en haalbaar zijn en 12% denkt dat er zelfs veilig in het product kan worden belegd.

Gelet op de niet helemaal onbegrijpelijke begripsverwarring die met name wordt veroorzaakt door de aanduiding ‘goedkeuring’ – in de Prospectusrichtlijn omschreven als: het positieve besluit bij het afronden van de controle van de volledigheid van het prospectus, met inbegrip van consistentie en begrijpelijkheid van de verstrekte informatie<sup>23</sup> – is het wellicht te overwegen dit begrip in Europees verband in de ban te doen en daarvoor een “verklaring van geen bezwaar” in de plaats te stellen. Van een dergelijke aanduiding zal een ander signaal uitgaan.

Tot besluit van deze verbeelding van de misleide maatman vanuit de effectenrechtelijke invalshoek lijkt het wijsheid nog enige aandacht te besteden aan empirisch onderzoek dat uitwijst (i) dat 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

22 Zie nieuwsbericht van de AFM van 6 december 2012: “Veel onduidelijkheid over betekenis AFM goedgekeurd prospectus” (te downloaden via [www.afm.nl](http://www.afm.nl)). Het bericht is het resultaat van een keuze die 400 beleggers hebben gemaakt uit juiste en onjuiste antwoorden op de vraag wat een door de AFM goedgekeurd prospectus inhoudt (Consumentenmonitor, najaar 2012).

23 Art. 2 lid 1 onder q Prospectusrichtlijn.

gelegd aan door beleggers genomen beleggingsbeslissingen.<sup>24</sup> 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 deze belangwekkende rechtsvraag.

#### **4      Synthese: de contouren van de misleide maatman-belegger**

Aan de hand van enkele, vermoedelijk reeds bekende casusposities zal ik een verbinding proberen te leggen tussen de civielrechtelijke en de effectenrechtelijke invalshoek van waaruit de misleide maatman-belegger inmiddels is belicht. Tot welk beeld van de misleide maatman hebben deze gevallen geleid en zijn uit dit beeld voor wat betreft de positie – en dus de verbeelding – van de misleide maatman-belegger wellicht bepaalde lessen te trekken? Ik maak hierbij een onderscheid tussen: (i) informatie die ten onrechte niet is opgenomen in het prospectus; (ii) informatie die ten onrechte niet is opgenomen in het prospectus, maar waarvan bij de maatman-belegger bekend is of had kunnen zijn dat die informatie werd verzwegen; en (iii) informatie die onjuist in het prospectus is opgenomen.

##### *(i)      Verzwegen informatie*

Als *landmark case* kan het Co op-arrest worden genoemd.<sup>25</sup> Weliswaar was de schadevergoedingsvordering ingesteld tegen de Amsterdam-Rotterdam Bank N.V. (de 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

---

24 Zie hierover uitgebreid T. van Dyck, *De geharmoniseerde prospectusplicht* (diss. Leuven), Uitgeverij Die Keure 2010.

25 HR 2 december 1994, *NJ* 1996/246 (Co op).

laste van Coopag Finance B.V. twee obligatieleningen, elk groot *f* 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. De obligaties van de leningen waren toegelaten tot de officiële notering aan de Amsterdamse Effectenbeurs.

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 de door de Vereniging tot behartiging van de belangen van houders van obligaties Coopag Finance B.V. aangespannen procedure werd een verklaring voor recht gevorderd dat de Bank jegens de houders van de bewuste obligaties onrechtmatig heeft gehandeld. Die onrechtmatigheid zou hierin schuilen dat de Bank prospectussen met betrekking tot de door Coopag uitgegeven obligaties openbaar had gemaakt, terwijl deze prospectussen een onvolledig en daardoor onjuist beeld gaven van de financiële toestand van de garant Co op AG.

In deze procedure werd niet betwist dat het prospectus misleidend was, hoewel de jaarrekeningen klaarblijkelijk wel in overeenstemming met de toepasselijke verslaggevingsregels waren opgesteld.<sup>26</sup> Zo stelde de rechtbank vast dat de Bank tegenover de feitelijke stellingen van de Vereniging geen bewijs heeft aangeboden van de juistheid en volledigheid van de prospectussen. Bij pleidooi had de Bank te kennen gegeven zich erbij neer te leggen dat zij dat bewijs niet kon leveren. Dat bracht mee dat de prospectussen in zoverre misleidende mededelingen bevatten.

Een ander voorbeeld van een prospectus 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.<sup>27</sup> Het

---

<sup>26</sup> Rb. Amsterdam 28 augustus 1996, *JOR* 1996/108, r.o. 5.

<sup>27</sup> HR 8 mei 1998, *JOR* 1998/110 (Boterenbrood).

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 een onvolledigheid was die tot de conclusie leidt dat dit document in dit opzicht misleidend was in de zin van de wettelijke regeling van misleidende reclame (artikel 1416a (oud) BW). Het betrof een *material fact* dat niet gebruikelijk was en waarmee de doorsnee-belegger geen rekening behoefde te houden. Het hof oordeelde daar anders over. 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. Het hof kende bovendien betekenis toe aan de omstandigheid dat uit diverse feiten en omstandigheden volgde dat de beleggingspropositie bedoeld was voor vermogende en “naar mag worden aangenomen met beleggingsvraagstukken niet onbekende beleggers”. In cassatie wordt ‘s-hofs arrest vernietigd. In het zogeheten Boterenbrood-arrest gebruikt de Hoge Raad – voor zover mij bekend – voor het eerst de term “doorsnee-belegger”.<sup>28</sup> 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 onder welhaast alle omstandigheden beschermd te worden. Niet goed voorstelbaar lijkt mij dat enig debat over de vermoedelijke verwachting van de misleide maatman-belegger – in welk geval dan ook – 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 (dis)kwalificatie in de weg staat. Immers, de uitgevende instelling is gehouden volledige en niet-misleidende informatie in het prospectus te geven. Heeft zij niet aan die verplichting voldaan, dan wordt het onvolledige of misleidende karakter van het prospectus dus niet

---

<sup>28</sup> Zie r.o. 3.8.1.

weggenomen door de mogelijkheid vragen te stellen of nadere inlichtingen te verkrijgen.<sup>29</sup>

Hetzelfde zou mijns inziens moeten gelden als essentiële informatie in het prospectus ontbreekt, maar de maatman-belegger 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, zou moeten leiden tot matiging van de schadeplichtigheid.

Steun voor mijn opvatting kan ontleend worden aan het World Online-arrest van de Hoge Raad.<sup>30</sup> 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 beursintrodactie had verzilverd voor een fractie van de introductieprijs, was de boot aan. In een arrest dat leest als een goed uitgewerkt collegedictaat heeft de Hoge Raad het oordeel van het Hof in stand gehouden 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.<sup>31</sup> Omdat dit gegeven in het prospectus voor de maatman-belegger 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-belegger 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 navolgende omstandigheden van materieel belang is voor de beleggingsbeslissing van de “maatman-belegger” en dat die

29 HR 8 mei 1998, *JOR* 1998/110 (Boterenbrood), r.o. 3.5. In deze zin ook HR 30 mei 2008, *JOR* 2008/209 (De Boer/TMF), r.o. 4.2.

30 HR 27 november 2009, *JOR* 2010/43 (World Online).

31 Zie r.o. 4.13.1.

verkoopprijs derhalve in het prospectus vermeld had moeten worden. Die omstandigheden zijn:<sup>32</sup>

“VEB heeft terecht aangevoerd dat het destijds lastig was om de waarde van ICT-bedrijven te schatten. Dat klemt temeer voor World Online, een onderneming die ten tijde van de beursgang slechts enkele jaren actief was en steeds verliezen had geleden, en waarvan de introductieprijs (mede daarom) grotendeels op verwachtingen was gebaseerd. 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 dat een belang van 6,35% in die onderneming vertegenwoordigde – uiteraard bezien in samenhang met de, wel in het prospectus vermelde, winstdelingsregeling ten gunste van Kalexer bij doorverkoop door BayStar –, een van de relevante objectieve oriëntatiepunten voor de potentiële belegger om te kunnen beoordelen of de introductieprijs reëel was.”

De conclusie uit het voorgaande lijkt mij te zijn dat die wakkere maatman-belegger, waarvan wij zulke hooggespannen verwachtingen mochten hebben (want hij is gemiddeld geïnformeerd, omzichtig en oplettend), als gevolg van het bestaan van allesomvattende en gedetailleerde prospectusverplichtingen toch een beetje in slaap wordt gebracht. Het moge zo zijn dat de Hoge Raad van de maatman-belegger verwacht dat hij zich in de aangeboden informatie verdiept, maar die gewone belegger hoeft niet actief op onderzoek uit te gaan. Hij hoeft ook niet te trachten de in het prospectus ontbrekende informatie te laten aanvullen. Een gebrek aan waakzaamheid zal de maatman-belegger bij niet-naleving van de prospectusvoorschriften niet spoedig kwalijk worden genomen. De kernverplichting van de uitgevende instelling ‘het verhaal’ volledig (en juist) in het prospectus te vertellen, staat – ook in dit geval – fier overeind. Verzwijgt de uitgevende instelling voor de maatman-belegger essentiële informatie – ook al is misschien waar te nemen dat informatie onvolledig en selectief wordt verstrekt – dan kan zij daarop in beginsel ten volle worden afgerekend.<sup>33</sup>

*(iii) Onjuiste informatie in het prospectus*

Als voorbeeld hiervan haal ik aan de beweerdelijk onjuiste informatie in het emissieprospectus van 20 september 2007 met betrekking tot de blootstelling van Fortis – tot voor kort één van de toonaangevende financiële instellingen in Europa met een balanstotaal van ongeveer € 900 miljard en 60.000 werknemers – 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

---

32 Zie r.o. 4.13.3.

33 Dat is mogelijk anders als de ontbrekende informatie zodanig gebruikelijk is dat het weglaten ervan daarom niet tot misleiding aanleiding geeft. Zie HR 8 mei 1998, *JOR* 1998/110 (Boterenbrood), r.o. 3.8.3.

bestemd voor de financiering van een deel van de overnamesom van ABN Amro van € 24 miljard. Zoals bekend, maakte Fortis tezamen met Royal Bank of Scotland en Banco Santander het onmogelijke waar: het inlijven van onze nationale trots (en mijn oud-werkgever) ABN Amro. Het einde van dit heldenepos is genoegzaam bekend.

Op welk punt ging het volgens de VEB mis in het emissieprospectus?<sup>34</sup> De grote *issue* die medio 2007 in het bankwezen speelde, was in welke mate financiële instellingen belegd hadden in *subprime* hypotheek. 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* (CDO's) tot nieuwe pakketten werden gebundeld. Die CDO's werden vervolgens door *investment banks* verkocht, ook in Europa aan allerlei banken, gemeentelijke overheden en – indirect – zelfs aan particulieren. De CDO's 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 tien jaar lopend Amerikaans schatkistcertificaat en derhalve in aanmerking kwam voor een hoge of zelfs de allerhoogste (AAA) kredietbeoordeling (*credit 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 hypotheek 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 actuele *issue* – de blootstelling van Fortis aan beleggingen in *subprime* hypotheek – aandacht zou besteden. Het prospectus vermeldde op p. 212 daarover het volgende:

“Update on Fortis’s 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 sub-prime 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,

34 De auteur van deze bijdrage is, tezamen met mr. J.C. Cornegoor, advocaat van de VEB in deze zaak.

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 hypothekenmarkt 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,<sup>35</sup> de Rechtbank Rotterdam<sup>36</sup> en de Ondernemingskamer<sup>37</sup> – 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 eigenlijk geen markt meer. Er was geen partij meer die dergelijke beleggingen nog wilde hebben. Fortis is daarom noodgedwongen overstapt 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 bepleiten dat Fortis beleggers in het prospectus maar beter met behulp van de internationaal erkende afbeelding van gevaarlijke stoffen had moeten waarschuwen voor deze *toxic assets*.

De les die mettertijd hopelijk uit deze zaak te leren valt, is dat de wakkere maatman-belegger blind moet kunnen afgaan op de juistheid van de mededelingen in het prospectus. De maatman-belegger zal misleid zijn, als hij vertrouwende op de juistheid van deze mededelingen 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

---

35 Zie het persbericht van 27 augustus 2010 ('AFM legt boetes op aan Ageas, voorheen Fortis, voor niet tijdig publiceren koersgevoelige informatie'), te downloaden via [www.afm.nl](http://www.afm.nl).

36 Rb. Rotterdam 9 februari 2012, *JOR* 2012/145 (Fortis).

37 OK 5 april 2012, *JOR* 2013/41 (Fortis). Het cassatieberoep dat door Fortis tegen deze uitspraak is ingesteld, is inmiddels verworpen. Zie HR 6 december 2013, ECLI:NL:HR:2013:1586.

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-belegger 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.<sup>38</sup>

## 5 Bewijsvoering

In procedures over prospectusaansprakelijkheid zal het er uiteindelijk op aankomen dat benadeelde beleggers erin slagen de misleiding van de maatman-belegger in voldoende mate handen en voeten te geven. Op benadeelde beleggers rust ter zake de stelplicht. Het is aan hen om te stellen en voldoende aannemelijk te maken – en dus *niet* om te bewijzen – dat het prospectus (of een of meer daarin opgenomen mededelingen) onvolledig en/of onjuist is en dat deze misleidende informatie ook de materialiteitstoets doorstaat. De prospectusvoorschriften zullen daarbij als leidraad worden genomen.

Hebben de benadeelde beleggers eenmaal aan die stelplicht voldaan, dan rust vervolgens op grond van artikel 6:193j lid 1 BW op de uitgevende instelling (in de wettelijke terminologie: de handelaar<sup>39</sup>) 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”. Hoewel in de wetsgeschiedenis,<sup>40</sup> zonder omhaal van veel woorden, wordt beweerd dat dit voorschrift inhoudelijk overeenkomt met de bewijslastverdeling van artikel 6:195

---

38 Zie HvJ EG 16 juli 1998, nr. C-210/96, *NJ* 2000/374 (Gut Springenheide), r.o. 31-37. Slechts ‘in sommige bijzondere omstandigheden’ kan een nationale rechter overeenkomstig zijn nationaal recht beslissen een opinie- of deskundigenonderzoek te gelasten, teneinde zich over het eventueel misleidend karakter van een reclame-uiting te laten informeren. Indien een nationale rechter een dergelijk onderzoek ‘onontbeerlijk’ acht, dient hij overeenkomstig zijn nationaal recht te bepalen welk percentage misleide consumenten hem voldoende significant lijkt. Aan het noemen van een percentage waagt het Hof zich niet. De vaststelling daarvan behoort tot het vrije domein van de nationale rechter.

39 De handelaar is (onder meer) de rechtspersoon die handelt in de uitoefening van een beroep of bedrijf of degene die ten behoeve van hem handelt (art. 6:193a lid 1 onder b BW).

40 *Kamerstukken II* 2006-07, 30 928, nr. 3, p. 17-18.

BW (misleidende reclame), is er nog wel een verschil aan te wijzen. Die wettelijke regel van bewijslastverdeling van artikel 6:193j lid 1 BW geldt blijkens het slot:

“(…) 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.<sup>41</sup> 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 onder druk kwam te staan, 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 van augustus 2007 tot oktober 2008 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 – als gezegd – 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

---

41 Onderkend moet intussen worden dat de bewijslastomkering van art. 6:195 BW uitsluitend geldt voor degene die inhoud en inkleding van de mededeling geheel of ten dele heeft bepaald of doen bepalen. Dat is een manier van tot uitdrukking brengen dat de omkering van de bewijslast passend is gelet op de omstandigheden van het geval.

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) verzocht werd om bewijsmateriaal te verzamelen met het oog op een bij de burgerlijke rechter in te stellen schadevergoedingsvordering.<sup>42</sup> In grote dankbaarheid heeft de VEB het onderzoeksverslag dan ook in ontvangst genomen. Het heeft dan wel 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 'schat' kennis heeft genomen.

Een *issue* die hier nog wel speelde, was dat de Ondernemingskamer had bepaald dat wel het onderzoeksverslag, maar niet alle bijlagen ter griffie van de Ondernemingskamer voor eenieder ter inzage moesten worden gelegd (artikel 2:353 lid 2 BW).<sup>43</sup> 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 (artikel 2:353 lid 3 BW). 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 artikel 272 Sr (waarin de opzettelijke schending van wettelijke geheimhoudingsplichten als misdrijf strafbaar is gesteld). De VEB heeft inmiddels op de voet van artikel 2:353 lid 3 BW de voorzitter van de Ondernemingskamer met succes verzocht alsnog gemachtigd te worden tot het doen van mededelingen uit die bijlagen in de aanhangig gemaakte procedure.<sup>44</sup> Naar het oordeel van de voorzitter van de Ondernemingskamer vormt het oogmerk om het onderzoeksverslag te kunnen inbrengen in een opvolgende procedure die tot inzet heeft dat aansprakelijkheid wordt vastgesteld ter zake van door de Ondernemingskamer vastgesteld wanbeleid in het algemeen – en zonder dat daarvoor een nadere specificatie of toelichting vereist is – een voldoende zwaarwegend belang om degene op wiens verzoek de openheid is verkregen op de voet van artikel 2:353 lid 3 BW te machtigen om in die procedure mededeling te doen uit het verslag (met inbegrip van de bijlagen), ook voor zover dat verslag niet voor eenieder ter inzage ligt. Om geen verdere inbreuk op de vertrouwelijkheid te maken dan met het oog op de verwezenlijking van voormelde doeleinden noodzakelijk is, is de verleende machtiging beperkt tot gebruik in de desbetreffende procedure voor zover de verzoeker dat gebruik ter toelichting en/of (ondersteuning van) bewijs van zijn stellingen nodig heeft.

42 OK 5 april 2012, *JOR* 2013/41 (Fortis), r.o. 4.2.

43 Tot de bijlagen behoren bijv. notulen van besprekingen van diverse gremia binnen Fortis (bijlagen A-1-A-116), mailberichten van functionarissen van Fortis (bijlagen B-1-B-127) en overige documenten (bijlagen C-1-C-100), alle afkomstig uit de administratie van Fortis.

44 OK (vz.) 6 november 2013, *JOR* 2014/7.

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 (artikel 5:25i lid 2 jo. artikel 5:53 lid 1 Wft) heeft overtreden door deze informatie niet tegelijk met de openbaarmaking van het prospectus algemeen verkrijgbaar te stellen,<sup>45</sup> ofwel het verbod van marktmanipulatie te overtreden door onjuiste en/of misleidende informatie met betrekking tot de uitgevende instelling te verspreiden (artikel 5:58 lid 1 onder d Wft). Treedt de AFM in reactie op het concrete handavingsverzoek<sup>46</sup> niet op, dan is het zelfs mogelijk daartegen met rechtsmiddelen op te komen.<sup>47</sup>

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. Ook hier speelt 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. Niet zelden 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.<sup>48</sup> Het boetebesluit bevat een compleet overzicht van feiten. In de openbare versie is veelvuldig feitelijke informatie die onderdeel is van het boetebesluit op verzoek van Fortis weggelaten. Dat is op een zodanige wijze gebeurd dat met name het hoofdstuk over de feitelijke gang van zaken vrijwel onleesbaar is geworden. In dit geval zou de AFM de kwalificatie van “veiligheidsdienst” van de financiële sector daarom niet misstaan. Mijns inziens bestaat voor het op deze wijze rigoureuus kuisen van het boetebesluit geen wettelijke grondslag. Die grondslag kan mijns inziens niet in de voor de AFM geldende geheimhoudingsbepaling van artikel 1:89 Wft worden gevonden. De publicatieplicht van de AFM van een bestuurlijke boete (artikel 1:97 e.v. Wft) vormt daarop namelijk een uitzondering, zonder dat die publicatieplicht vervolgens in enig

---

45 Het is niet toegestaan koersgevoelige informatie in een prospectus op te nemen. Zie hiervoor de AFM-brochure ‘Snelgids Koersgevoelige Informatie’ (december 2009), p. 5 en 6. Uitgevende instellingen worden geïnstrueerd om het prospectus te toetsen op de aanwezigheid van koersgevoelige informatie en als die erin staat moet die informatie afzonderlijk bij persbericht openbaar worden gemaakt. Zie art. 5:25m Wft voor de wijze van openbaarmaking van koersgevoelige informatie.

46 Te kwalificeren als een ‘aanvraag’ als bedoeld in art. 1:3 lid 3 Awb.

47 Zie hierover verder G.T.J. Hoff, Openbaarmaking van koersgevoelige informatie (diss. RUN), Deventer: Kluwer 2011, p. 628-631. Zie ook CBb 30 juni 2005, *JOR* 2005/193 (Hunter Douglas/AFM) en CBb 7 juni 2012, *JOR* 2012/254 (AFM/ArcelorMittal).

48 Zie het persbericht van 27 augustus 2010 (‘AFM legt boetes op aan Ageas, voorheen Fortis, voor niet tijdig publiceren koersgevoelige informatie’).

opzicht, laat staan voorzien van een (adequate) wettelijke grondslag, wordt geclausuleerd. Het leesbare boetebesluit wenst de VEB middels een in de lopende bodemprocedure ingestelde exhibitievordering ex artikel 843a Rv alsnog te bevoordeligen.

U begrijpt dat op dit laatste terrein met de toezichthouder nog een bittere strijd gestreden moet worden.

## 6 Uitleiding

Ik kom tot een afronding. Zoals *de Nederlander* wel degelijk bestaat, bestaat ook *de misleide maatman-belegger*. 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 – zonder enige schroom – van 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 prospectusvoorschriften kunnen beleggers verschoonbaar achterover leunen of zelfs in slaap dommelen. De “schepper” van de misleide maatman-belegger is namelijk de uitgevende instelling zelf, die – in strijd met de prospectusvoorschriften – ervoor heeft gekozen informatie aan beleggers te onthouden of die verwijtbaar steken heeft laten vallen bij het correct en volledig weergeven van informatie die van materieel belang is voor het nemen van beleggingsbeslissingen. Door die daad en met dat DNA wordt de misleide maatman-belegger tot leven gewekt. Het is maar dat u voortaan van dit “biologische weetje” op de hoogte bent.