

# Bestuurdersaansprakelijkheid voor een misleidend prospectus – een (nieuwe) tussenstand?

Mr. J. R. Hurenkamp \*

*De Prospectusverordening die sinds 21 juli 2019 rechtstreeks werkt, heeft geen gevolgen voor het aansprakelijkheidsregime ten aanzien van de bestuurder voor een misleidend prospectus. De bestuurder is enkel aansprakelijk als hem een ernstig verwijt treft (tenzij het gaat om (jaar)cijfers of handelen pro se), waarvoor geen bewijslastomkering of vermoeden geldt.*

## 1 Inleiding

Afgelopen jaar stond er weer een aantal megabeursgangen op de IPO-kalender. Internationaal ging het om partijen als Uber en Pinterest, maar ook nationaal kregen partijen als Prosus, Adyen en Fastned hun beursnotering. Om dat doel te bereiken werken de uitgevende instellingen samen met hun begeleidende banken (de lead manager en co-managers) en accountant aan het opstellen van een prospectus voor de beleggers, waarin alle relevante financiële informatie over de onderneming en de voorgenomen beursgang staat opgenomen. Sinds 21 juli 2019 wordt de plicht tot het uitgeven van een prospectus voorgeschreven door de in Nederland rechtstreeks werkende Europese Prospectusverordening,<sup>1</sup> die de regeling in hoofdstuk 5.1 van de Wet op het financieel toezicht (Wft) (oud) grotendeels vervangt. Maar ook buiten een beursgang wordt vaak gewerkt met een prospectus, zoals bij investeringen in vastgoedportefeuilles. Is de informatie in het prospectus onjuist of onvolledig, dan is de uitgevende instelling daarvoor in beginsel aansprakelijk. Ook de bij de beursgang betrokken lead manager, co-managers en accountant kunnen aansprakelijk zijn. Maar hoe zit het met de aansprakelijkheid van de bestuurder die namens de uitgevende instelling betrokken is bij het opstellen van het prospectus? Daarover verscheen eerder dit jaar een arrest van de Hoge Raad in de Bouw State-affaire. Weliswaar verwerpt de Hoge Raad het cassatieberoep op grond van artikel 81 Wet op de rechterlijke organisatie (Wet RO), maar de conclusie van de A-G en de rechtsgang in deze zaak bieden interessante aanknopingspunten voor de

beoordeling óf en wanneer een bestuurder aansprakelijk is voor een misleidend prospectus. In dit artikel wordt mede aan de hand van dat arrest en eerdere rechtspraak een tussenstand opgemaakt, met beantwoording van de vraag of de recent in werking getreden Prospectusverordening tot nieuwe inzichten leidt over de bestuurdersaansprakelijkheid voor een misleidend prospectus.

## 2 Aansprakelijkheid voor een misleidend prospectus

De plicht tot het uitgeven van een prospectus stond eerder opgenomen in hoofdstuk 5.1 van de Wft (oud). Deze regeling is komen te vervallen door de op 21 juli 2019 in werking getreden Prospectusverordening. Anders dan voorheen bij de Prospectusrichtlijn<sup>2</sup> het geval was, werkt de Prospectusverordening rechtstreeks door in het nationale recht van de lidstaten. De Prospectusverordening stelt – net zoals artikel 5:3 Wft (oud) deed – een prospectus verplicht bij het aanbieden van effecten aan het publiek of de toelating van effecten tot de beurs.<sup>3</sup> Die plicht rust op de uitgevende instelling van de effecten: de rechtspersoon die de effecten uitgeeft of voornemens is effecten uit te geven.<sup>4</sup> De Prospectusverordening schrijft voor – net zoals artikel 5:13 Wft (oud) deed – aan welke inhoudelijke vereisten een prospectus behoort te voldoen: het dient de noodzakelijke informatie voor beleggers te bevatten die van materieel belang is om een geïnformeerde beoordeling te maken over de balansposten, resultaten, financiële positie en vooruitzichten van de uitgevende instelling. Daarnaast moeten de aanleiding voor en impact van de uitgifte van de effecten en de aard en omstandigheden van de uitgevende instelling worden omschreven. Tot slot dient te worden vermeld welk soort effecten wordt uitgegeven en welke rechten daaraan verbonden zijn. Al deze informatie moet bondig en begrijpelijk zijn geformuleerd, zodat die eenvoudig te analyseren is, en gepaard gaan met een beknopte en accurate samenvatting.<sup>5</sup>

\* Mr. J.R. Hurenkamp is werkzaam als advocaat bij Wijn & Staal Advocaten te Utrecht.

1. Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereglementeerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG ('Prospectusverordening').

2. Richtlijn (EG) 2003/71 van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG ('Prospectusrichtlijn').

3. Art. 1 lid 1 Prospectusverordening.

4. Art. 2 sub h Prospectusverordening.

5. Art. 6 en 7 Prospectusverordening.

Met de inwerkingtreding van de Prospectusverordening zijn de bepalingen in hoofdstuk 5.1 van de Wft grotendeels vervallen en vervangen door een beknoptere regeling. Deze 'nieuwe' regeling schrijft nog enkel voor dat de verantwoordelijkheid voor de in het prospectus opgenomen informatie ten minste ligt bij de uitgevende instelling of bij haar leidinggevend, toezichthoudend of besturend orgaan, de aanbieder, de aanvrager van een toelating tot de handel op een gereglementeerde markt of de garant (art. 5:1 Wft). De verantwoordelijke personen zijn niet enkel op grond van de samenvatting in het prospectus aansprakelijk, mits de samenvatting de essentiële informatie bevat en die informatie – gelet op de overige tekst in het prospectus – niet misleidend, inaccuraat of inconsistent is (art. 5:2 Wft).<sup>6</sup> Deze voorschriften stonden ook al in de Prospectusrichtlijn<sup>7</sup> als voorganger opgenomen. Tot slot is een vrijstelling van de plicht tot het uitgeven van een prospectus mogelijk (art. 5:4 Wft).<sup>8</sup> In Nederland is daarvan gebruik gemaakt tot het drempelbedrag van EUR 5 miljoen aan tegenwaarde voor de effecten. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) blijft in Nederland belast met het toezicht op de Prospectusverordening en het 'nieuwe' hoofdstuk 5.1 van de Wft.

De aansprakelijkheid voor een misleidend prospectus blijft ongewijzigd geregeld in artikel 6:193a e.v. Burgerlijk Wetboek (BW) voor oneerlijke handelspraktijken (bij consument-beleggers) en artikel 6:194 e.v. BW voor misleidende reclame (bij professionele beleggers). Deze regelingen zijn te beschouwen als een nadere uitwerking van artikel 6:162 BW.<sup>9</sup> Beide regelingen hanteren een vergelijkbare systematiek. De belegger moet aantonen dat de uitgevende instelling (of lead manager of co-managers) onjuiste of onvolledige mededelingen heeft (hebben) gedaan in het prospectus. Het moet gaan om informatie die de beleggingsbeslissing van de 'maatman-belegger' materieel kan beïnvloeden. Richt het prospectus zich zowel tot consumenten als tot professionele beleggers, dan wordt de gemiddelde consument als maatman-belegger tot uitgangspunt genomen.<sup>10</sup> Daarbij is voor het aannemen van aansprakelijkheid niet vereist dat de belegger aantoont dat hij het prospectus daadwerkelijk heeft gelezen.<sup>11</sup> Of het prospectus informatie bevat die al openbaar is gemaakt vóór de publicatie van het prospectus, en of er aan de belegger gelegenheid is geboden om vragen te stellen of nadere inlichtingen in te winnen, is irrelevant.<sup>12</sup> Alleen als de misleidende informatie

afkomstig is van een derde en daarvoor duidelijk een disclaimer opgenomen staat in het prospectus, is de uitgevende instelling niet aansprakelijk voor die informatie.<sup>13</sup> Staat vast dat de informatie in het prospectus onjuist of onvolledig is, dan bepalen artikel 6:193j en 6:195 BW in afwijking van artikel 150 Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering (Rv) dat de bewijslast ten aanzien van zowel de onrechtmatigheid (lid 1) als de toerekenbaarheid (lid 2) omkeert.<sup>14</sup>

Deze wettelijke omkering van de bewijslast geldt niet voor het causaal verband tussen de misleiding en de schade van de belegger. Desondanks kan de belegger ook op dat punt worden geholpen met een causaliteitsvermoeden. De rechter kan namelijk discretionair tot uitgangspunt nemen dat het *condicio sine qua non*-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing tot aankoop van de effecten (al dan niet tegen andere voorwaarden) aanwezig is.<sup>15</sup> Het is dan aan de uitgevende instelling om dat vermoeden te *ontzenuwen*; de hogere maatstaf van tegendeelbewijs is in dit geval niet vereist. Niettemin komen de concrete omstandigheden waarin de belegger verkeert alsnog in beeld bij de begroting en toerekening van de schade (art. 6:97 en 6:98 BW). Daarvoor gelden de gewone bewijsregels onverkort zonder vermoeden en bestaat ruimte voor toepassing van eigen schuld (art. 6:101 BW).<sup>16</sup>

Het belangrijkste verschil tussen de regelingen in artikel 6:193a e.v. en 6:194 e.v. BW is dat de consument-belegger – naast het vorderen van schadevergoeding – een aanvullend rechtsmiddel heeft om op te komen tegen het misleidend prospectus, door de aankoop van de effecten te vernietigen (art. 6:193j lid 3 BW). Aangezien deze specifieke bevoegdheid voor de professionele belegger ontbreekt, zal hij moeten terugvallen op het algemene verbintenissenrecht, zoals een beroep op dwaling<sup>17</sup> (art. 6:228 BW), bedrog of misbruik van omstandigheden (art. 3:44 BW).<sup>18</sup> Daarvoor gelden strengere vereisten en geen wettelijke bewijslastomkering zoals bij

6. Ter implementatie van art. 11 Prospectusverordening.

7. Art. 6 Prospectusrichtlijn.

8. Art. 3 lid 2 Prospectusverordening.

9. Voorheen werd de aansprakelijkheid voor een misleidend prospectus rechtstreeks aangenomen op grond van art. 6:162 BW wegens schending van hetgeen volgens ongeschreven recht in het maatschappelijke verkeer betaamt. Zie HR 8 mei 1998, ECLI:NL:HR:1998:ZC2646 (MeesPierson/Boterenbrood), r.o. 3.9.

10. HR 30 mei 2008, ECLI:NL:HR:2008:BD2820 (Boer/TMF), r.o. 4.1.

11. HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162 (World Online), r.o. 4.10.3-4.10.4 en HR 30 mei 2008, ECLI:NL:HR:2008:BD2820 (Boer/TMF), r.o. 4.1.

12. HR 8 mei 1998, ECLI:NL:HR:1998:ZC2646 (MeesPierson/Boterenbrood), r.o. 3.5 en HR 2 december 1994, ECLI:NL:HR:1994:ZC1562 (Coop), r.o. 4.1.

13. HR 2 december 1994, ECLI:NL:HR:1994:ZC1562 (Coop), r.o. 4.3.

14. Door de zinsnede in art. 6:193j lid 1 BW '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', die in art. 6:195 lid 1 BW voor professionele beleggers ontbreekt, bestaat discussie in de literatuur of deze regeling voor consument-beleggers een strengere toets omvat voor de bewijslastomkering. Zie bijv. A.C.W. Pijls, *Misleiding van het beleggende publiek, een oneerlijke handelspraktijk!*, OR 2008, p. 342-349 en D.W.F. Verkade, *Oneerlijke handelspraktijken jegens consumenten* (Mon. BW B49 a), Deventer: Kluwer 2009, nr. 48. Gelet op de wetsgeschiedenis bij art. 6:193a e.v. BW, en de Prospectusverordening die geen onderscheid maakt tussen consument en professionele belegger, is dat naar mijn mening niet het geval. Zie Kamerstukken II 2006/07, 30928, nr. 8, p. 5.

15. HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162 (World Online), r.o. 4.11.1-4.11.2.

16. HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162 (World Online), r.o. 4.11.3 en HR 30 mei 2008, ECLI:NL:HR:2008:BD2820 (Boer/TMF), r.o. 4.6 en 5.1.

17. M.H.C. Sinnighe Damsté, *Dwaling als alternatief bij prospectusaansprakelijkheid*, O&F (18) 2010, afl. 3, p. 72-85.

18. Ook een beroep op ontbinding (art. 6:265 BW) of wanprestatie (art. 6:74 BW) is denkbaar.

artikel 6:193j lid 3 BW wel het geval is.<sup>19</sup> Overigens ligt het inroepen van vernietiging door zowel de consument als de professionele belegger alleen voor de hand als sprake is van een primaire aankoop: de verkrijging van de effecten van de uitgevende instelling. Bij een aankoop op de secundaire markt van een andere belegger zal een vernietigingsactie in de regel niet slagen. Bij de consument-belegger zal de vereiste causaliteit in artikel 6:193j lid 3 BW problemen geven, aangezien de aankoop rechtstreeks tot stand moet zijn gekomen 'als gevolg van de oneerlijke handelspraktijk', en zal artikel 1:23 Wft de vernietiging mogelijk doorkruisen.<sup>20</sup> Bij de professionele belegger zal de wederpartij bij de transactie over het algemeen evengoed gedwaald hebben (art. 6:228 lid 2 BW) of het bestaan van de misleiding niet kennen (vgl. art. 3:44 lid 5 BW). Daarnaast kan de rechter in al deze gevallen van vernietiging de gevolgen daarvan ontzeggen of beperken en het nadeel compenseren (art. 3:53 lid 2 en 3:54 BW). De belegger ontvangt dan alsnog schadevergoeding in plaats van, als gevolg van de vernietiging, terugbetaling van de aankoopprijs.

### 3 Welk aansprakelijkheidsregime geldt voor de bestuurder van de uitgevende instelling?

#### 3.1 Verkennende inleiding

Een interessante vraag is welk aansprakelijkheidsregime voor de bestuurder geldt als hij wordt aangesproken op de misleiding in een prospectus van de uitgevende instelling waarvoor hij werkzaam is. Een bestuurder zal in de regel nauw betrokken zijn bij het opstellen van het prospectus en de daarvoor benodigde informatie (laten) verstrekken. Daarnaast zijn bestuurders vaak betrokken bij de promotie van het prospectus tijdens zogeheten *road shows* langs belangrijke partijen in de (internationale) markt en treden zij naar voren in de media. Tot 1980 gold dat bestuurders en commissarissen van rechtswege hoofdelijk aansprakelijk waren voor misleiding in een prospectus uitgegeven door de vennootschap (art. 1416 BW (oud)).<sup>21</sup> Deze wettelijke basis voor directe doorbraak van aansprakelijkheid, waarbij het onrechtmatig handelen van de vennootschap wordt toegerekend aan de bestuurders (en commissarissen), is niet teruggekeerd in ons huidige BW.

In het algemeen geldt dat een bestuurder in beginsel niet aansprakelijk is voor zijn taakuitoefening als bestuurder van de vennootschap, omdat die gedragingen aan de vennootschap als zelfstandige drager van rechten en plichten worden toegerekend.<sup>22</sup> Dat kan anders zijn als de bestuurder van zijn

handelen of nalaten een *ernstig verwijt* kan worden gemaakt ten tijde van de taakuitoefening (dus zonder *hindsight bias*), gelet op alle omstandigheden van het geval.<sup>23</sup> Als voldaan is aan deze verzwaarde maatstaf, dan kan de bestuurder *intern* aansprakelijk zijn tegenover de vennootschap (art. 2:9 BW) of *extern* aansprakelijk zijn in faillissement (art. 2:138 en 2:248 BW). Daarnaast is het mogelijk dat de bestuurder tegenover de individuele belegger aansprakelijk is (art. 6:162 BW), voor zover het ernstig verwijt resulteert in de schending van een specifieke zorgvuldigheidsnorm tegenover de individuele belegger die niet als afgeleide schade van de vennootschap kwalificeert.<sup>24</sup> In dit artikel wordt enkel aan deze rechtstreekse aansprakelijkheid van de bestuurder tegenover de individuele belegger voor een misleidend prospectus aandacht besteed.

Daarnaast is de bestuurder aansprakelijk als hij *buiten* zijn taakuitoefening als bestuurder (*pro se*) heeft gehandeld of nagelaten en daarmee een op hemzelf rustende *persoonlijke* zorgvuldigheidsnorm heeft geschonden. De ernstig-verwijtmaatstaf geldt in dat geval niet. Dat blijkt uit het arrest Spaanse Villa, waarin een makelaar – tevens bestuurder van de bemiddelende vennootschap – optrad tegenover een echtpaar dat een Spaans vakantiehuis kocht, waarvan de makelaar wist dat er nog geen bouwvergunning was afgegeven.<sup>25</sup> De betreffende villa werd vervolgens gesloopt. De makelaar was, buiten zijn hoedanigheid van bestuurder, aansprakelijk zonder toetsing aan de strengere maatstaf van het *ernstig verwijt*, maar enkel aan de 'gewone' eisen van maatschappelijke betamelijkheid als bedoeld in artikel 6:162 BW. In zoverre was in deze zaak dus geen sprake van bestuurdersaansprakelijkheid, ook al werd lange tijd anders bepleit.<sup>26</sup>

Hierna worden er twee deelvragen behandeld: (1) is de bestuurder rechtstreeks aansprakelijk op grond van artikel 6:193a e.v. en 6:194 e.v. BW en is het daarbij van belang of hij (mede) in een andere hoedanigheid (*pro se*), zoals verkopende effectenhouder, heeft gehandeld, of (2) is hij als bestuurder enkel aansprakelijk op grond van artikel 6:162 BW als sprake is van een *ernstig verwijt*?

19. Kamerstukken II 2006/07, 30928, nr. 8, p. 6-7 en Kamerstukken I 2007/08, 30928, C, p. 3, en E, p. 6.

20. T.M.C. Arons, Van financiële massaproducten en (massa)vernietigingsacties, OR 2015/104 en J.P. Franx, Hoe om te gaan met de vernietigingsactie van art. 6:193j lid 3 BW op de kapitaalmarkt?, OR 2016/30.

21. G. van Solinge, Doorbraak van prospectusaansprakelijkheid, in: J.B. Huijink e.a. (red.), A-T-D: opstellen aangeboden aan prof. mr. P. van Schilf-gaarde, Deventer: Kluwer 2000, p. 417 e.v.

22. HR 6 april 1997, ECLI:NL:HR:1997:AH8595, NJ 1980/34 (Kleuterschool Babel) en HR 25 juni 2010, ECLI:NL:HR:2010:BL5420, NJ 2010/371 (Gelderland/Vitese).

23. HR 5 september 2014, ECLI:NL:HR:2014:2628 (Hezemans Air), HR 5 september 2014, ECLI:NL:HR:2014:2627 (RCI/Kasstrop), HR 20 juni 2008, ECLI:NL:HR:2008:BC4959 (Willemsen/NOM Beheer) en HR 10 januari 1997, ECLI:NL:HR:1997:ZC2243 (Staleman/Van de Ven).

24. HR 2 december 1994, ECLI:NL:HR:1994:ZC1564 (Poot/ABP), r.o. 3.4.3. Zie ook HR 30 mei 2008, ECLI:NL:HR:2008:BD2820 (Boer/TMF), r.o. 4.4 en 5.2, waarin werd geoordeeld dat de uitgifte van een misleidende brochure door de vennootschap kan resulteren in een ernstig verwijt aan de bestuurder die daarmee tegenover de individuele beleggers een specifieke zorgvuldigheidsnorm heeft geschonden, resulterend in schade die rechtstreeks wordt geleden door de belegger en niet afgeleid is van de vennootschap.

25. HR 23 november 2012, ECLI:NL:HR:2012:BX5881 (Spaanse villa), verduidelijkt in HR 5 september 2014, ECLI:NL:HR:2014:2628 (Tulip Air).

26. Zie F.A. Bakels, Totstandkoming en uitleg van uitspraken van de Hoge Raad, AA 2015, afl. 11, par. 6.

3.2 De eerste deelvraag: artikel 6:193a e.v. en 6:194 e.v. BW en handelen *pro se*

De eerste deelvraag is herhaaldelijk ter discussie gesteld in de literatuur.<sup>27</sup> Een meerderheid van de auteurs concludeert dat de regelingen in artikel 6:193a e.v. en 6:194 e.v. BW niet inroepbaar zijn tegenover de bestuurder van de uitgevende instelling, omdat deze bepalingen (anders dan art. 1416c BW (oud)) geen wettelijke basis bieden voor een directe doorbraak van aansprakelijkheid. Een uitspraak van de Rechtbank Zwolle-Lelystad<sup>28</sup> wijst op het tegendeel, maar is naar mijn mening onjuist. Deze uitspraak zal hierna in paragraaf 4.1 apart worden besproken. Sinds deze uitspraak is tot heden – ondanks een poging daartoe – geen (hogere) rechtspraak meer verschenen over deze eerste deelvraag.<sup>29</sup>

Franx<sup>30</sup> onderschrijft de onmogelijkheid van een directe doorbraak van aansprakelijkheid op grond van artikel 6:193a e.v. BW tegenover consument-beleggers, maar merkt op dat een indirecte (quasi)doorbraak wél denkbaar is. Volgens hem kan de bestuurder onder de regeling over de oneerlijke handelspraktijk als ‘handelaar’ kwalificeren, althans een persoon die ‘ten behoeve van’ die handelaar handelt, in de zin van artikel 6:193a lid 1 sub b BW. Die stellingname is mijns inziens onjuist, alleen al omdat in de Richtlijn OHP<sup>31</sup> – die aan de implementatie van artikel 6:193a e.v. BW ten grondslag ligt – een beperktere definitie van ‘handelaar’ opgenomen is. Een materiële uitbreiding van dat begrip in artikel 6:193a lid 1 sub b BW is niet mogelijk, simpelweg omdat de Richtlijn OHP maximumharmonisatie voorschrijft.<sup>32</sup> Wat daarvan ook zij, Franx meent dat van aansprakelijkheid onder deze regeling sprake kan zijn als het gaat om ‘eigen feitelijk handelen’ van de bestuurder als ‘rechtstreekse dader’. Ik vraag mij af om wat voor soort ‘eigen’ handelen het dan kan gaan. Is er in dat geval nog wel sprake van connexiteit met het prospectus, of bedoelt Franx dat de ‘bestuurder’ uit eigen naam misleidende medede-

lingen doet over de effecten, bijvoorbeeld in zijn hoedanigheid van verkoper van eigen effecten? In dat laatste geval zal de bestuurder niet meer vanuit zijn taakuitoefening *namens* (of ‘ten behoeve van’) de uitgevende instelling optreden. De ‘bestuurder’ kan dan – anders dan Franx voor de hand vindt liggen – zonder de zwaardere maatstaf van het ernstig verwijt tot verantwoording worden geroepen op grond van artikel 6:162 BW in zijn hoedanigheid van verkopende effectenhouder (zoals blijkt uit het arrest Spaanse Villa). Er is in die situatie geen rechtvaardiging te geven waarom de bestuurder zich überhaupt mag verschuilen achter het ernstig-verwijtvereiste. Bovendien is in dat geval een beroep van de kopende belegger op de koopregeling in titel 7.1 BW denkbaar tegenover de ‘bestuurder’ die de effecten verkoopt, zoals de regeling omtrent non-conformiteit (art. 7:17 BW). Er is dan geen aanleiding meer voor toepassing van de *lex specialis* in artikel 6:193a e.v. BW met omkering van de bewijslast. De bestuurder handelt dan op eigen titel als verkopende effectenhouder, waarbij geen sprake meer is van een beroeps- of bedrijfsmatige ‘handelaar’ (of zijn vertegenwoordiger) in de zin van artikel 6:193a lid 1 sub b BW. Bij dergelijk handelen *pro se* door een ‘bestuurder’ als verkopende effectenhouder is zoals gezegd ex artikel 6:162 BW geen ernstig verwijt vereist.

Artikel 6:194 BW ten aanzien van professionele beleggers spreekt niet over de ‘handelaar’ of de persoon die ‘ten behoeve van’ die handelaar optreedt, maar over ‘hij’ en ‘degene ten behoeve van wie hij handelt’ (art. 6:194 lid 1 BW). Die ‘hij’ slaat niet op de bestuurder, maar op de uitgevende instelling.<sup>33</sup> In die gevallen geldt dus in ieder geval dat de professionele belegger moet terugvallen op de ‘gewone’ eisen van maatschappelijke betamelijkheid als bedoeld in artikel 6:162 BW zonder de wettelijke bewijslastomkering. Voor aansprakelijkheid op grond van artikel 6:162 BW geldt het ernstig-verwijtvereiste, tenzij het zoals gezegd gaat om handelen *pro se* door de bestuurder. Daarbij verdient nog opmerking dat een verschil in uitwerking tussen de regelingen voor de consument (art. 6:193a e.v. BW) en de professionele belegger (art. 6:194 e.v. BW), zoals Franx bepleit,<sup>34</sup> zeer waarschijnlijk niet beoogd is door de Nederlandse wetgever, ook al zou een afwijkende uitkomst (het wel of niet kunnen inroepen van de bewijslastomkering) best verdedigbaar kunnen zijn gelet op het verschil in achtergrond en deskundigheid tussen de consument en de professionele belegger. Dat zou in mijn ogen echter niet via toepassing van artikel 6:193a e.v. BW moeten plaatsvinden, maar hoogstens door (analoge) omkering van de bewijslast door de rechter op grond van de redelijkheid en billijkheid bij artikel 6:162 BW (ex art. 150 Rv).

Dat artikel 5:1 en 5:2 Wft, in navolging van artikel 11 van de Prospectusverordening, sinds 21 juli 2019 bepalen dat de verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid voor de in het prospectus opgenomen informatie *ten minste* ligt bij de uitgevende instelling *of* bij haar leidinggevend, toezichthoudend of

27. Zie voor een overzicht van deze literatuur Asser/De Serrière 2-IV 2017/521. Zie ook L. Timmerman, Enkele kanttekeningen bij de civielrechtelijke buitencontractuele prospectusaansprakelijkheid, in: D. Busch e.a. (red.), Aansprakelijkheid in de financiële sector, Deventer: Kluwer 2013, p. 647 e.v.

28. Rb. Zwolle-Lelystad 27 juli 2011, ECLI:NL:RBZLY:2011:BV6739.

29. Zie de conclusie van A-G Wissink van 23 januari 2015, ECLI:NL:PHR:2015:24, ov. 4.2 over een zaak waarin aan de beantwoording van de vraag wat de reikwijdte is van het begrip ‘handelaar’ in de zin van art. 6:193a lid 1 sub b BW niet meer werd toegekomen, omdat de vordering al op andere gronden (terecht) was toegewezen.

30. J.P. Franx, (Prospectus)aansprakelijkheid van bestuurders bij beursgang en emissie, in het bijzonder onder de Wet oneerlijke handelspraktijken, OR 2014/112. Zie ook J.P. Franx, Prospectusaansprakelijkheid uit onrechtmatige daad en contract (diss. Rotterdam), Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 347 e.v.

31. Richtlijn 2005/29/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 mei 2005 betreffende oneerlijke handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten op de interne markt en tot wijziging van Richtlijn 84/450/EEG van de Raad, Richtlijnen 97/7/EG, 98/27/EG en 2002/65/EG van het Europees Parlement en de Raad en van Verordening (EG) nr. 2006/2004 van het Europees Parlement en de Raad (‘Richtlijn OHP’).

32. Preambule Richtlijn OHP, ov. 4. Zie ook Asser/De Serrière 2-IV 2017/521, Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIA 2013/364b en M.Y. Schaub, Wie is handelaar?, TvC 2019, afl. 1, p. 30-40.

33. Van Solinge 2000, p. 417 e.v.

34. Zie noot 30 hiervoor.

besturend orgaan, de aanbieder, de aanvrager van een toelating tot de handel op een gereguleerde markt of de garant, brengt hierin geen verandering. Daarmee is namelijk geen materiële wijziging van het geldende recht tot stand gebracht. Zoals eerder omschreven, schreef de Prospectusrichtlijn hetzelfde voor, zoals geïmplementeerd in artikel 5:13 Wft (oud).<sup>35</sup> Ook zit de crux in de aanduidingen ‘ten minste’ en ‘of’. Op grond van de regelingen in artikel 6:193a e.v. en 6:194 e.v. BW is de uitgevende instelling aansprakelijk voor een misleidend prospectus, zodat aan dit minimumvoorschrift uit de Prospectusverordening is voldaan. Daardoor is niet meer vereist dat ook de bestuurder (als leidinggevend of besturend orgaan) ‘direct’ aan te spreken is voor het misleidend prospectus. Een materiële uitbreiding van de regeling naar de bestuurder is door de Nederlandse wetgever niet beoogd, waarvoor artikel 11 van de Prospectusverordening een keuze aan de lidstaten laat. Dan was immers een aanpassing van artikel 6:193a e.v. en 6:194 e.v. BW nodig geweest, waarvoor zoals eerder omschreven de Richtlijn OHP bij artikel 6:193a BW in ieder geval geen ruimte biedt vanwege de nagestreefde maximumharmonisatie.<sup>36</sup> Met de meerderheid van de auteurs blijf ik dus van mening dat een rechtstreeks beroep op artikel 6:193a e.v. en 6:194 e.v. BW ten aanzien van de bestuurder niet mogelijk is, ook niet sinds de inwerkingtreding van de Prospectusverordening. Dit brengt mee dat de wettelijke bewijslastomkering in artikel 6:193j en 6:195 BW daarvoor niet geldt. Beleggers zullen enkel via de ‘normale’ route van artikel 6:162 BW kunnen ageren tegen de bestuurder die in hoedanigheid is opgetreden, waarbij de bewijslast op hen rust om het *ernstig verwijt* aan de bestuurder aan te tonen.

### 3.3 De tweede deelvraag: artikel 6:162 BW

Als hoofdregel geldt dat de bestuurder ex artikel 6:162 BW een *ernstig verwijt* moet treffen van het misleidend prospectus. Daarbij rijst de vraag of de ‘verplaatsing’ van het verbod om geen effecten uit te geven zonder adequaat en zorgvuldig prospectus in artikel 5:2 en 5:13 Wft (oud) naar artikel 6 en 7 van de rechtstreeks werkende Prospectusverordening op dit punt nog materieel enig verschil maakt voor de vordering gebaseerd op artikel 6:162 BW. Ook dat is in mijn ogen niet het geval, opnieuw omdat de Nederlandse wetgever geen gebruik heeft gemaakt van de mogelijkheid in artikel 11 van de Prospectusverordening om de verplichtingen in die verordening *rechtstreeks* als een verantwoordelijkheid (inclusief aansprakelijkheid daarvoor) van het leidinggevend of besturend orgaan aan te merken. Om die reden blijft de uitgifte van een prospectus in beginsel alleen een aan de uitgevende instelling toe te rekenen gedraging binnen het Nederlandse recht, waarvoor de bestuurders niet rechtstreeks aansprakelijk zijn. Dat is een belangrijk verschil met de uitspraak inzake Fortis, waarin de Rechtbank Utrecht aannam dat het voorschrift in artikel

5:58 Wft (oud) over het openbaar maken van koersgevoelige informatie ook tot de bestuurders van de vennootschap zelf was gericht en toetsing aan het ernstig verwijt dan niet vereist is, daargelaten of die gevolgtrekking wel juist is.<sup>37</sup> In de Prospectusverordening, en de beperkte implementatie daarvan in artikel 5:1 en 5:2 Wft (nieuw) met behoud van de bestaande regeling in artikel 6:193a e.v. en 6:194 e.v. BW, blijft de uitgevende instelling de enige rechtstreekse normadressant van de verplichtingen. Voor rechtstreeks daderschap van een bestuurder zonder ernstig verwijt is nog steeds geen plaats.

Interessant is nog of bij toepassing van artikel 6:162 BW een vermoeden van een ernstig verwijt kan worden aangenomen als de bestuurder *namens* de uitgevende instelling in strijd met de Prospectusverordening (of Wft) heeft gehandeld. Net zoals geldt bij schending door een bestuurder van een *statutaire* bepaling die de vennootschap beoogt te beschermen, wordt namelijk al sinds jaar en dag verdedigd in de literatuur dat bij schending van een *wettelijke* bepaling met eenzelfde beschermingsbereik de aansprakelijkheid van de bestuurder eveneens wordt vermoed te bestaan, en het dan aan de bestuurder is om te ontzenuwen dat hem geen ernstig verwijt treft.<sup>38</sup> Doordat de wettelijke bewijslastomkering in artikel 6:193a e.v. en 6:194 e.v. BW niet van toepassing is op de bestuurder, zou dat ernstig-verwijtvermoeden bij overtreding van wettelijke bepalingen in de Prospectusverordening alsnog een machtig wapen kunnen vormen voor de beleggers die de bestuurder op grond van artikel 6:162 BW aanspreken.

De vraag of het ernstig-verwijtvermoeden kan worden toegepast op de bestuurder die in strijd met wettelijke bepalingen over de uitgifte van het prospectus heeft gehandeld tegenover een individuele belegger, is recent ontkennend beantwoord door de Hoge Raad in de uitspraak van 30 maart 2018 over het Macao Beach Resort.<sup>39</sup> In deze zaak werd bestuurder TMF Management verweten dat hij niet was opgetreden tegen zijn medebestuurder die namens buitenlandse projectvennootschappen onder meer aandelen had aangeboden aan het publiek zonder een prospectus algemeen beschikbaar te stellen, zoals destijds nog verplicht was onder de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995). De Hoge Raad overweegt dat het schenden van financiële toezichtregels door de vennootschap die de benadeelde beleggers beoogen te beschermen, onvoldoende is om een vermoeden van een ernstig ver-

35. Art. 6 Prospectusrichtlijn.

36. Bij art. 6:194 e.v. BW zou dat anders kunnen zijn, omdat de daaraan ten grondslag liggende Richtlijn 2006/114/EG van het Europees Parlement en de Raad van 12 december 2006 inzake misleidende reclame en vergelijkende reclame enkel minimumharmonisatie nastreeft.

37. Rb. Utrecht 15 februari 2012, ECLI:NL:RBUTR:2012:BV3753 (Fortis), r.o. 4.7 en 4.49. Zie ook T.M.C. Arons & D. Busch, Bestuurdersaansprakelijkheid bij schending van financieelrechtelijke toezichtregels, in: G. van Solinge e.a. (red.), Aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen, Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 563 e.v.

38. Zie HR 29 november 2002, ECLI:NL:HR:2002:AE7011 (Berghuizer Papierfabriek) en HR 20 juni 2008, NJ 2009/21 (Willemsen Beheer/NOM). Zie voor een overzicht van deze literatuur B.F. Assink & W.J. Slagter, Compendium ondernemingsrecht. Deel I, Deventer: Kluwer 2013, p. 229 en 1017.

39. HR 30 maart 2018, ECLI:NL:HR:2018:470 (Van Nieuwburg/TMF Management).

wijt ten aanzien van de bestuurder aan te nemen.<sup>40</sup> Bij de belegger geldt dus dat het handelen in strijd met de Prospectusverordening door een bestuurder *namens* de uitgevende instelling enkel tegenover de belegger als een belangrijke omstandigheid kan meewegen bij de beoordeling van de ernstig-verwijtmaatstaf en niet al tot het aannemen daarvan leidt. Bij deze uitspraak wordt in paragraaf 4.4 hierna nog nader stilgestaan.

Of het ernstig-verwijtvermoeden wél geldt bij een bestuurder die in strijd met wettelijke bepalingen handelt die de uitgevende instelling beogen te beschermen, voor de vennootschap die daarvoor een vordering instelt ex artikel 2:9 BW, laat de Hoge Raad in deze uitspraak in het midden.<sup>41</sup> In dat kader is allereerst een voorvraag of deze relativiteitseis enkel vervuld wordt als de wettelijke bepaling de vennootschap beoogt te beschermen of, zoals afgeleid zou kunnen worden uit de Cancun-beschikking,<sup>42</sup> ook vervuld kan zijn als het geschonden voorschrift een belang van degenen die bij de rechtspersoon en zijn onderneming betrokken zijn, beoogt te beschermen, zoals de belegger in de vennootschap.<sup>43</sup> In de Prospectusverordening staan als doelstellingen vermeld de bescherming van een goede werking van de kapitaalmarkten en bescherming van de beleggers binnen die markten tegen misleiding.<sup>44</sup> Voor zover de bescherming van de belegger in de vennootschap op zichzelf voldoende wordt geacht om de relativiteitseis te vervullen, is – gezien de Cancun-beschikking – het ernstig-verwijtvermoeden in te roepen door de vennootschap. Zo niet, dan is de vraag of bescherming van de uitgevende instelling in het beschermingsbereik van de Prospectusverordening te lezen is. Dat is in mijn ogen discutabel. Deze bescherming zou als ‘ingebakken’ kunnen worden beschouwd binnen de bescherming van de goede werking van de kapitaalmarkten.<sup>45</sup> Honoreert de rechter dat standpunt, dan geldt tegenover de vennootschap een ernstig-verwijtvermoeden, zoals dat rechtstreeks tegenover de belegger als één stap te ver werd beoordeeld door de Hoge Raad.

Voor de beleggers die zelf ageren ex artikel 6:162 BW is het zelfstandig bewijzen dat de bestuurder van zijn onbehoorlijke taakuitoefening bij een misleidend prospectus een ernstig verwijt treft, dus onontkoombaar. Toch staan beleggers niet helemaal met ‘lege handen’ in de procedure. Als de misleiding in het prospectus betrekking heeft op cijfers uit de jaarrekening, tussentijdse cijfers of een bestuursverslag (die integraal zijn

overgenomen in het prospectus), dan zijn de bestuurders zonder toetsing aan het ernstig-verwijtvereiste alsnog hoofdelijk aansprakelijk voor de schade en is het aan iedere bestuurder om te bewijzen dat die misleidende voorstelling niet aan hem of haar te wijten is (art. 2:139 en 2:249 BW). De beleggers kunnen hun vordering tot vergoeding van hun vermogensschade dan rechtstreeks baseren op artikel 2:139 of 2:249 BW.<sup>46</sup> De discussie zal zich dan met name richten op de vraag of sprake is van een ‘bekendmaking’ van de cijfers. Gelet op het ontbreken van een uitputtingsregel ten aanzien van financiële informatie uit een gepubliceerde jaarrekening die in een misleidend prospectus wordt overgenomen, zoals de Hoge Raad oordeelde in het arrest Coop,<sup>47</sup> ligt toepassing van artikel 2:139 en 2:249 BW in mijn ogen evengoed voor de hand.

Ten overvloede geldt nog bij artikel 6:162 BW, als de hobbelp van het ernstig verwijt eenmaal is genomen, dat de belegger(s) zich wél kan (kunnen) bedienen van het breed inroepbare causaliteitsvermoeden uit het arrest World Online. Dat vermoeden is gegeven ‘met het oog op die effectieve rechtsbescherming en gelet op de met de prospectusvoorschriften beoogde bescherming van (potentiële) beleggers tegen misleidende mededelingen in het prospectus’.<sup>48</sup> Net zoals geldt bij de uitgevende instelling, moet de belegger ook bij een claim tegen de bestuurder door een rechter geholpen kunnen worden met dit causaliteitsvermoeden, om te voorkomen dat aansprakelijkheid (als het ernstig verwijt is aangetoond) illusoir wordt.

#### 4 Aansprakelijkheid van de bestuurder – een tussenstand van de rechtspraak

Het aantal gepubliceerde zaken over de aansprakelijkheid van een bestuurder voor een misleidend prospectus is over de afgelopen tien jaar op één hand te tellen. Deze uitspraken zullen hierna afzonderlijk worden besproken. Aangezien het gecompliceerde feitencomplex in deze zaken van belang is voor de beoordeling of van bestuurdersaansprakelijkheid sprake is, zullen eerst de feiten in grote lijnen worden besproken, gevolgd door een omschrijving van het oordeel van de rechter(s). Bij de analyse van deze uitspraken zal worden getoetst in hoeverre de beoordeling overeenstemt met de hiervoor getrokken conclusies in paragraaf 3.

##### 4.1 Rb. Zwolle-Lelystad 27 juli 2011, ECLI:NL:RBZLY:2011:BV6739 (Hogeboom c.s./ Cash & Property)

In deze zaak draait het om de verkoop en verhuur van gebruiksrechten van buitenlandse vakantievilla's door Villamax (ten tijde van de procedure Cash & Property genaamd) aan elf consument-beleggers. Zowel Villamax als haar

40. HR 30 maart 2018, ECLI:NL:HR:2018:470 (Van Nieuwburg/TMF Management), r.o. 3.4.1-3.4.2.

41. Zie hierover nader C.M. Tjoa & T. Var, Interne bestuurdersaansprakelijkheid en de (on)mogelijkheid van individuele disculpatie bij financieel-rechtelijke wetsovertredingen, TOP 2019/61.

42. HR 4 april 2014, JOR 2014/290 m.nt. R.G.J. de Haan (Cancun), r.o. 4.2.2.

43. Zie daarover nader K.H.M. de Roo, De nalevingsplicht van het bestuur van rechtspersonen, OR 2018/2.

44. Zie onder meer overwegingen 5 t/m 10 van de preambule van de Prospectusverordening.

45. Vgl. Hof Den Haag 27 maart 2018, ECLI:NL:GHDHA:2018:541 (Schietspartij Alphen aan den Rijn).

46. B.J. de Jong, Schade voor misleiding op de effectenmarkt, Deventer: Kluwer 2010, p. 26 en Asser/Maeijer & Kroeze 2-I\* 2015/573.

47. HR 2 december 1994, ECLI:NL:HR:1994:ZC1562 (Coop), r.o. 4.1.

48. HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162 (World Online), r.o. 4.11.2.

bestuurder Brink wordt hoofdelijk aangesproken door de beleggers, omdat de brochure misleidend is. Zo bleken de villa's in werkelijkheid geen eigendom van Villamax te zijn en waren de ingelegde gelden voor andere doeleinden aangewend.

De rechtbank oordeelt dat bestuurder Brink zelf geen partij was bij de afgesloten overeenkomsten en dat hem ook anderszins geen ernstig verwijt te maken valt, zoals overtreding van de Beklamel-norm, het wekken van een schijn van kredietwaardigheid of frustratie van betaling en verhaal (r.o. 4.8-4.9). Ten aanzien van de gestelde overtreding van de prospectusplicht in artikel 3 Wte 1995 (oud) laat de rechtbank in het midden of die van toepassing is. Volgens de rechtbank kan een schending daarvan enkel tot vernietiging leiden (art. 3:40 lid 2 BW) (r.o. 4.10). Dit laatste oordeel is mijns inziens onjuist, omdat overtreding van een dergelijke wetsbepaling ook tot aansprakelijkheid van de bestuurder kan leiden via artikel 6:162 BW, zoals gevorderd door de beleggers, mits sprake is van een ernstig verwijt (zie par. 3.3 hiervoor). Dat punt had de rechtbank dus wél moeten beoordelen.

Desondanks concludeert de rechtbank tot aansprakelijkheid van de bestuurder. De rechtbank stelt eerst vast dat de door de consument-beleggers ingeroepen regeling in artikel 6:194 BW toepassing mist. De rechtbank gaat vervolgens over tot aanvulling van de rechtsgronden door te toetsen aan de regeling in artikel 6:193a e.v. BW. De misleiding in deze zaak had echter betrekking op de periode vóór 15 oktober 2008, toen de regeling in artikel 6:193a e.v. BW nog niet in werking was. Het toepassen van deze regeling met terugwerkende kracht mist daardoor een wettelijke basis en komt in strijd met de rechtszekerheid. Toetsing aan artikel 6:194 e.v. BW (oud) was dus wel degelijk aangewezen, maar zou aan het opvolgende oordeel van de rechtbank in de weg hebben gestaan. In dat oordeel komt de rechtbank namelijk tot de slotsom dat bestuurder Brink kwalificeert als 'degene die ten behoeve van de handelaar handelt' in de zin van artikel 6:193a lid 1 sub b BW (r.o. 4.14), een bepaling die bij artikel 6:194 e.v. BW ontbreekt (zie par. 3.2 hiervoor). Daarbij wordt aangenomen dat sprake is van onjuiste informatieverschaffing over een wezenlijk onderdeel van de overeenkomst (dat Villamax geen eigenaar is van de villa's), die misleidend is voor de gemiddelde consument-belegger (r.o. 4.13). Daardoor wordt de bewijslastomkering van artikel 6:193j BW toegepast, waarin Brink niet slaagt (r.o. 4.12). Brink wordt aansprakelijk geacht (r.o. 4.15).

Gelet op hetgeen ik in paragraaf 3.2 schreef, is dit oordeel van de rechtbank in mijn ogen onjuist. Voor een dergelijke doorbraak van aansprakelijkheid ten aanzien van de bestuurder bestaat geen wettelijke basis, ook niet in de per 21 juli 2019 in werking getreden Prospectusverordening. De rechtbank kon het handelen van bestuurder Brink enkel toetsen aan artikel 6:162 BW en het ernstig-verwijtcriterium. In deze zaak stond namelijk al onbetwist vast dat Brink enkel in zijn hoedanigheid van bestuurder van Villamax had gehandeld (r.o. 4.14),

zodat voor toetsing aan een persoonlijke zorgvuldigheidsnorm geen ruimte bestond (zoals in het Spaanse Villa-arrest).

4.2 Hof Arnhem-Leeuwarden 24 oktober 2017,  
ECLI:NL:GHARL:2017:9213 en HR 29 maart 2019,  
ECLI:NL:HR:2019:448 (Bouw State V)

Over de Bouw State-vastgoedfondsen zijn in Nederland meerdere procedures gevoerd. In deze eerste zaak stellen obligatiehouders die hun investering in het overkoepelende vastgoedfonds Bouw State V grotendeels hebben verloren, de fondsbestuurder daarvoor aansprakelijk.<sup>49</sup> Zij vinden het uitgegeven prospectus misleidend. Volgens het prospectus was het doel van het fonds om door aankoop, exploitatie en verkoop van vastgoed in Nederland en Spanje een vast rendement voor de obligatiehouders te realiseren. De aankoopsom werd deels gefinancierd met hypotheekleningen van SNS Property Finance en deels met de leningen van de obligatiehouders. Tot zekerheid voor nakoming van de obligatieleningen verkreeg het fonds hypotheekrechten op het vastgoed in rang achter SNS. Aan de bestuurder wordt verweten dat hij geen klare wijn heeft geschonken in het prospectus, omdat vóór de uitgifte van het prospectus al duidelijk was dat de levering van het aangekochte Spaanse vastgoed een aantal keren was uitgesteld en zich ná de uitgifte van het prospectus diverse risico's realiseerden, zoals bouwgebreken, financiële problemen bij de tussenpersoon-eigenaar en problemen bij de vergunningen voor verhuur, waar onvoldoende op was gewezen in het prospectus.

De rechtbank wijst de gevorderde verklaring voor recht dat de bestuurder onrechtmatig heeft gehandeld tegenover de obligatiehouders toe. De rechtbank baseert de aansprakelijkheid niet op een rechtstreekse toepassing van artikel 6:193a lid 1 sub b BW, maar op artikel 6:162 BW (r.o. 5.2-5.5).<sup>50</sup> Dat is naar mijn mening juist (zie par. 3.2 en 3.3 hiervoor). Het hof vernietigt echter de uitspraak van de rechtbank en wijst alle vorderingen alsnog af. Na de constatering dat niet in geschil is dat een wettelijke plicht tot uitgifte van het prospectus in dit geval ontbrak, toetst het hof bij de beoordeling van de misleiding in het prospectus *ex tunc* aan de concreet voorzienbare omstandigheden zoals die op 1 juni 2008 bekend waren toen het prospectus werd uitgegeven. Die toets wordt in eerste instantie verricht aan de hand van artikel 6:194 BW (oud) (r.o. 5.2.5). Of de bestuurder wel of geen kwade 'vooropgezette bedoeling' had, laat het hof bij deze beoordeling in het midden, omdat de obligatiehouders die bedoeling onvoldoende hebben onderbouwd. Volgens het hof volgt uit het prospectus hoe de inleg zou worden aangewend en dat het Spaanse vastgoed nog geen eigendom was van het fonds, waaruit de obligatiehouders konden afleiden dat daarop nog geen hypotheekleningen gevestigd waren (r.o. 5.2.7).

49. Ook de stichtingsbestuurder die de belangen van de obligatiehouders zou behartigen, wordt aansprakelijk gesteld. Omdat de verwijten aan de stichtingsbestuurder niet zien op de misleiding in het prospectus, zal hier in deze bijdrage niet verder bij worden stilgestaan.

50. Rb. Noord-Nederland 23 december 2015, ECLI:NL:RBNNE:2015:5982.

Daarentegen acht het hof het prospectus wél misleidend waar het gaat om het niet duidelijker vermelden dat het vastgoed nog in aanbouw was en de daarmee gemoeide risico's, zoals een latere oplevering en het later op gang komen van de huurstromen (r.o. 5.2.7-5.2.9). Deze misleiding acht het hof echter onvoldoende om op grond van artikel 6:162 BW een ernstig verwijt aan te nemen ten aanzien van de bestuurder (r.o. 5.2.13). De bestuurder is er ten tijde van het uitgeven van het prospectus van uitgegaan dat het goed zou komen met de levering, omdat de tussenpersoon-eigenaar een toonaangevende speler in de internationale markt was, waarmee al eerder succesvol was samengewerkt, en hij de appartementen in aanbouw zelf had gezien. Het hof bestempelt dat als een – kort gezegd – naïeve en onzorgvuldige inschattingfout, maar niet een die ernstig verwijtbaar is. Zo was de voorzienbare vertraging op 1 juni 2008 nog beperkt. Daarnaast volgt het ernstig verwijt ook niet uit het later genomen besluit door de bestuurder in 2009 om het vastgoed inclusief schulden over te nemen van de tussenpersoon-eigenaar (r.o. 5.2.17-5.2.19), die dreigde te failleren. Die overname, een afwijking van het gepresenteerde 'plan' in het prospectus van 1 juni 2008, maakt het prospectus niet met terugwerkende kracht misleidend. Het hof wijst deze *hindsight bias* af. Onder de streep zijn de verwijten aan de bestuurder onvoldoende om een ernstig verwijt aan te nemen. Ook de aansprakelijkheid van de bestuurder *pro se*, waarvoor het ernstig-verwijtvereiste niet geldt, wijst het hof af, omdat de obligatiehouders niet aan hun stelplicht hebben voldaan (r.o. 5.2.14).

Het ingestelde cassatieberoep door partijen wordt door de Hoge Raad verworpen op grond van artikel 81 Wet RO, in lijn met de conclusie van A-G Wissink.<sup>51</sup> Dat lijkt mij terecht. Het hof heeft terecht getoetst via artikel 6:162 BW of aan het ernstig-verwijtcriterium is voldaan. Bij de vraag of van misleiding sprake is in de zin van artikel 6:194 BW (oud), gaat het om de concreet voorzienbare feiten en omstandigheden ten tijde van de uitgifte van het prospectus. Ontwikkelingen daarna maken het prospectus niet met terugwerkende kracht misleidend, tenzij aantoonbaar is dat de bestuurder die ontwikkelingen op voorhand kende of zelf intentioneel wilde gaan veroorzaken.

4.3 *Rb. Noord-Nederland 13 december 2017, ECLI:NL:RBNNE:2017:4769 (Bouw State II en III)*

In de tweede zaak rondom de Bouw State-vastgoedfondsen staan twee andere fondsen centraal: Bouw State II en III. De relevante feiten en omstandigheden zijn voor een groot deel hetzelfde als hiervoor omschreven bij de eerste zaak (zie par. 4.2 hiervoor). Ook hier draait het om twee beleggers die een obligatielening aan Bouw State II en III hebben verstrekt. Zij stellen de fondsbestuurder<sup>52</sup> aansprakelijk voor de mislei-

ding in het prospectus, overigens niet tevens *pro se* zoals in de eerste zaak, omdat in 2013 blijkt dat de obligaties waardeloos zijn.

De rechtbank oordeelt dat van investeringen in een vastgoedportefeuille, zoals de prospectussen vermelden, geen sprake is (r.o. 5.12-5.13). Het gaat in werkelijkheid om het verstrekken van obligatieleningen (voor aandelentransacties en *intercompany* financiering), waarbij de prospectussen onvoldoende de risico's vermelden die daarmee samenhangen. Bij dat oordeel speelt een belangrijke rol dat het geschetste beeld in de prospectussen is dat wordt geïnvesteerd in getaxeerd en met zekerheden gedekt (gefinancierd) vastgoed, met de vermelding van het potentiële rendement, hetgeen wezenlijke onderdelen zijn waarop de maatman-belegger zijn beleggingsbeslissing zal baseren. Daarbij liepen de beleggers ook grotere risico's dan werd voorgespiegeld, omdat de liquide middelen, garanties en het eigen vermogen veel lager waren om verliezen op te vangen, of zelfs ontbraken. Voorts acht de rechtbank het afgeven van de concerngarantie (in werkelijkheid een 'lege huls') door de bestuurder aan een van de beleggers misleidend en van materieel belang voor zijn beleggingsbeslissing (r.o. 5.17). Bouw State II en III hebben aldus onrechtmatig gehandeld op grond van artikel 6:194 BW (oud) (r.o. 5.18-5.19).

De bestuurder komt er in dit geval niet ongeschonden vanaf. Op grond van artikel 6:162 BW gaat de rechtbank over tot toetsing aan het ernstig-verwijtvereiste. De rechtbank concludeert dat de bestuurder ernstig verwijtbaar heeft gehandeld doordat hij ten tijde van het uitgeven van de prospectussen en de concerngarantie *ex tunc* wist of behoorde te weten dat de informatie onjuist was en beleggers op het verkeerde been zou zetten, omdat die in werkelijkheid substantieel grotere (financiële) risico's liepen bij hun investering (r.o. 5.20-5.21). Dat is een belangrijk verschil met het oordeel van het hof in de eerste zaak over het fonds Bouw State V, waarin werd geoordeeld dat de wetenschap bij de bestuurder over de in die zaak gestelde verwijten ontbrak.

Anders dan het hof oordeelde in de eerste zaak, acht de rechtbank in deze tweede zaak het ernstig verwijt aan de bestuurder dus wél gegrond. In beide zaken bevatten de prospectussen nagenoeg dezelfde informatie. In deze tweede zaak richt het verwijt zich echter tegen de omschreven aard van de belegging in het prospectus: het zijn geen investeringen in vastgoed, maar (zuivere) obligatieleningen. Bovendien schetsen de prospectussen een zeer positief beeld van de fondsen en heeft de bestuurder aan een van de beleggers een onjuiste concerngarantie afgegeven voor de fondsen. De toewijzing van de claim in deze tweede zaak volgt twee maanden ná de uitspraak van het hof in de eerste zaak, waarbij de feitelijke grondslag in de eerste zaak in cassatie – ook als men dat had gewild – niet meer met deze verwijten uit te breiden leek om ook doel te treffen.

51. Conclusie A-G Wissink 8 februari 2019, ECLI:NL:PHR:2019:116.

52. Ook hier wordt tevens de stichtingsbestuurder die de belangen van de obligatiehouders zou behartigen, aansprakelijk gesteld. De verwijten aan de stichtingsbestuurder zien niet op de misleiding in het prospectus en worden om die reden onbesproken gelaten in deze bijdrage.



4.4 *Hof's-Hertogenbosch 6 september 2016,*  
*ECLI:NL:GHSHE:2016:4036 en HR 30 maart 2018,*  
*ECLI:NL:HR:2018:470 (Van Nieuwburg/TMF*  
*Management)*

De laatste zaak waar ik in deze bijdrage aandacht aan besteed, is de al eerder genoemde zaak tegen bestuurder TMF Management, waarin de Hoge Raad op 30 maart 2018 een interessante uitspraak deed. Het gaat te ver om alle uitspraken in deze zaak (waaronder twee cassatierondes bij de Hoge Raad) te bespreken. In deze zaak draaide het – wederom – om investeringen in een vastgoedproject, ditmaal in de vorm van appartementen en hotels in de Dominicaanse Republiek met de naam Macao Beach Resort. Kort gezegd traden de heer Pot en TMF Management op als bestuurder van de (trust)vennootschappen waarin het vastgoed zou worden ondergebracht. Nadat de beleggers op verschillende manieren hadden geïnvesteerd in het project in de periode tot 2002, wordt duidelijk dat de inleg niet volledig is aangewend voor de aankoop van het vastgoed. De beleggingen blijken vervolgens waardeloos te zijn.<sup>53</sup> Beide bestuurders worden daarvoor aansprakelijk gesteld.

Tot een toetsing aan de norm in artikel 6:194 BW komt het Gerechtshof Amsterdam<sup>54</sup> niet, omdat die bepaling toepassing zou missen. Niettemin wordt Pot als bestuurder veroordeeld als 'brein' achter het ernstig verwijtbare project. Een veroordeling ten aanzien van medebestuurder TMF Management blijft echter uit. Daarvoor is redengevend dat het enkel handelen in strijd met artikel 3 en 7 Wte 1995 (oud) over de prospectus- en vergunningsplicht niet voldoende is om een 'onbehoorlijke taakvervulling' aan te nemen. Dat geldt ook voor het niet-toezien op naleving van die plichten, omdat beslissende zeggenschap voor TMF Management ontbrak. De Hoge Raad<sup>55</sup> vernietigt de uitspraak en oordeelt dat toetsing aan artikel 6:194 BW (oud) wél dient plaats te vinden door het ruime toepassingsbereik van de regeling. Verder oordeelt de Hoge Raad ten aanzien van bestuurder TMF Management dat aanvullend het ernstig-verwijtvereiste moet worden getoetst (net zoals bij Pot), omdat de vordering van de beleggers niet op artikel 2:9 BW, maar op artikel 6:162 BW is gebaseerd. Het niet-houden van toezicht, ook zonder beslissende zeggenschap, kan namelijk wel degelijk een 'zelfstandig' ernstig verwijt opleveren, aldus de Hoge Raad.

In de uitspraak na verwijzing oordeelt het Gerechtshof's-Hertogenbosch dat het nog gaat om de vraag of TMF Management door 'stil te zitten' als bestuurder heeft toegelaten dat de vennootschap haar wettelijke of contractuele verplichting niet is nagekomen en daarvoor geen verhaal biedt (r.o. 3.6.2). Voor een collegiale verantwoordelijkheid van het bestuur met een disculpatiemogelijkheid (zoals bij art. 2:9 BW geldt) bestaat

bij de vordering op grond van artikel 6:162 BW geen ruimte, ook niet als het gaat om de naleving (en het toezicht daarop) van financiële effectenwetgeving (r.o. 3.6.4). In dat opzicht is het gemaakte onderscheid tussen Pot als handelend bestuurder en TMF Management als niet-handelend bestuurder dus minder relevant, al zal dat onderscheid wel meewegen bij de vraag hoe (ernstig) verwijtbaar TMF Management heeft gehandeld of nagelaten. Ook de overige verwijten aan TMF Management, zoals dat zij bekend zou zijn geweest met onjuistheden in het uitgegeven prospectus, falen (r.o. 3.6.5-3.6.6). Dat TMF Management administratieve werkzaamheden uitvoerde en de belangen van de beleggers in het project kende, maakt haar 'nalaten' niet alsnog ernstig verwijtbaar (r.o. 3.7.5-3.7.8).

De Hoge Raad verwerpt het ingestelde cassatieberoep tegen de uitspraak van het Gerechtshof's-Hertogenbosch en overweegt dat alleen wanneer sprake is van een situatie zoals aan de orde was in het arrest Spaanse Villa, toetsing aan het ernstig verwijt niet vereist is. De Hoge Raad oordeelt dat een ernstig-verwijtvermoeden bij overtreding van een wettelijke bepaling door de vennootschap c.q. bestuurder ten aanzien van de uitgifte van een prospectus die de belegger beoogt te beschermen, tegenover die belegger ex artikel 6:162 BW niet aangenomen kan worden (r.o. 3.4.2). Zoals ik al eerder schreef, is nog onduidelijk of diezelfde conclusie getrokken kan worden ten aanzien van de vennootschap die de bestuurder ex artikel 2:9 BW aanspreekt wegens schending van een dergelijke wettelijke bepaling (zie par. 3.3 hiervoor). Daar zal de Hoge Raad zich nog over moeten uitlaten.

## 5 Conclusie

Resumerend is een bestuurder niet rechtstreeks aansprakelijk op grond van artikel 6:193a of 6:194 BW. De bestuurder is alleen tegenover een belegger aansprakelijk voor een misleidend prospectus op grond van artikel 6:162 BW, mits hem daarvan een ernstig verwijt treft. Daarvoor is bepalend of het prospectus op de datum van uitgifte voor de bestuurder voorzienbare misleidende informatie bevat. Dat de gang van zaken ná de uitgifte van het prospectus verschilt ten opzichte van de daarin opgenomen informatie is, voor zover het externe oorzaken betreft (buiten de eigen handelwijze van de bestuurder om), in beginsel niet bepalend. De wettelijke omkering van de bewijslast in artikel 6:193j en 6:195 BW mist toepassing, evenals het ernstig-verwijtvermoeden bij overtreding van een wettelijke bepaling. De per 21 juli 2019 rechtstreeks werkende Prospectusverordening (en de aanpassing van hoofdstuk 5.1 in de Wft daarop) brengt hierin geen wijzigingen.

Gaat het om misleiding in het prospectus door reeds gepubliceerde (jaar)cijfers die integraal zijn overgenomen, dan geldt het ernstig-verwijtvereiste niet. De bestuurders zijn in dat geval rechtstreeks en hoofdelijk aansprakelijk op grond van artikel 2:139 en 2:249 BW, behoudens disculpatie. Handelt de 'bestuurder' hoofdzakelijk in een andere hoedanigheid, bij

53. Zie voor een uitgebreidere weergave van de feiten de conclusie van A-G Huydecoper van 17 december 2010, ECLI:NL:PHR:2010:BO1979 en de conclusie van A-G Drijber van 8 december 2017, ECLI:NL:PHR:2017:1419.

54. Hof Amsterdam 4 november 2008, ECLI:NL:GHAMS:2008:BG2719.

55. HR 17 december 2010, ECLI:NL:HR:2010:BO1979.

voorbeeld als verkopende effectenhouder, dan gelden de 'gewone' eisen van maatschappelijke betamelijkheid als bedoeld in artikel 6:162 BW zonder de ernstig-verwijttoets (conform het arrest Spaanse Villa). In dat geval is rechtstreekse toepassing van artikel 6:193a of 6:194 BW eveneens uitgesloten.

De rechtspraak bevestigt deze uitgekristalliseerde systematiek ten aanzien van de aansprakelijkheid van de bestuurder voor een misleidend prospectus. Duidelijk is dat rechters die systematiek inmiddels scherp op het netvlies hebben. Niettemin blijft denkbaar dat rechters in zeer bijzondere gevallen maatwerk zullen leveren, door al dan niet analoog aan artikel 6:162 BW een afwijkende bewijslastverdeling of een feitelijk vermoeden te hanteren (ex art. 150 Rv), mits gerechtvaardigd.