

MR. C.W.M. LIEVERSE

# Jurisprudentie Effectenrecht

O &amp; F

34

Nr. 69 / december 2005

In deze bijdrage wordt een overzicht gegeven van een aantal belangrijke uitspraken uit het afgelopen jaar op het terrein van het effectenrecht. Deze uitspraken worden, waar dat relevant is, besproken in het licht van recente of toekomstige ontwikkelingen op het gebied van wet- en regelgeving.

## **Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met de toezichtswetgeving**

In de toekomstige Wet op het financieel toezicht zal, naar het zich thans laat aanzien<sup>1</sup>, worden voorzien in de gevolgen van handelen in strijd met de toezichtswetgeving. Dan zal als uitgangspunt gelden dat handelen in strijd met de toezichtswetgeving niet om die reden tot gevolg zal hebben dat de betreffende handeling nietig of vernietigbaar is, tenzij uitdrukkelijk anders is bepaald.<sup>2</sup> Zover is het nog niet. Onder het huidige recht duurt de onzekerheid over de civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met de toezichtswetgeving voort.

In zijn arrest van 26 oktober 2004<sup>3</sup> oordeelt het Hof Den Haag dat artikel 7 Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995), waarin is opgenomen het verbod om zonder vergunning in of vanuit Nederland werkzaam te zijn als effecteninstelling, de strekking heeft om de geldigheid aan te tasten van een vermogensbeheerovereenkomst die is gesloten door een vermogensbeheerder die géén vergunning heeft. Het hof noteert dat met deze vergunningplicht onder meer de bescherming van beleggers wordt nagestreefd tegen vermogensbeheerders die niet over een vergunning beschikken. Dit betekent dat de vermogensbeheerovereenkomst die is gesloten met een beheerder die niet beschikt over de vereiste vergoeding nietig is, dat daarmee de rechtsgrond voor de aan de vermogensbeheerder betaalde vergoeding komt te vervallen, en deze (dus) door de vermogens-

beheerder terugbetaald moet worden. Voorts wordt geoordeeld dat de quasi-vermogensbeheerder zal moeten opkomen voor de door de belegger door de verboden dienstverlening geleden schade. Deze uitspraak is in lijn met een eerdere uitspraak van het Hof Den Bosch<sup>4</sup>, waarin eveneens werd geconcludeerd dat een vermogensbeheerovereenkomst gesloten door een vermogensbeheerder zonder vergunning nietig is.

Tot een andere uitkomst komt de Rechtbank Utrecht in het vonnis van 22 december 2004.<sup>5</sup> In deze zaak gaat het niet om overtreding van een bepaling uit de Wte 1995, maar om overtreding van lagere regelgeving, en wel bepalingen uit het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 (Bte 1995), en de Nadere regeling toezicht effectenverkeer 1999 (NR 99). Eiser in deze zaak is de Stichting Gedupeerden Spaarbeleg, die een collectieve actie instelt tegen Aegon Bank N.V., als aanbieder van effectenleaseproducten die zijn aangeboden onder het label 'Spaarbeleg'. Inzet daarvan is onder andere het verkrijgen van een verklaring voor recht dat de Spaarbelegproducten, waaronder het met name genoemde SprintPlan, nietig althans vernietigbaar zijn wegens strijd met dwingende wetsbepalingen, namelijk de Wte 1995, en de daarop gebaseerde lagere regelgeving. De stichting beroept zich hierbij in het bijzonder op (1) artikel 25, respectievelijk 36 Bte 1995, welke bepaling voorschrijft omtrent een effectendienstverleningsovereenkomst (namelijk: dat deze op schrift gesteld moet worden en aan een aantal inhoudelijke eisen moet voldoen), en (2) artikel 28 NR 99 (inhoudende het know-your-customer-principe). De rechtbank overweegt dat de Wte 1995 en de daarop gebaseerde lagere regelgeving niet de strekking hebben om de geldigheid van een daarmee strijdige rechtshandeling

1 Uitgegaan wordt van de op 17 oktober 2005 bij de Tweede Kamer ingediende Vierde nota van wijziging op het voorstel van wet houdende regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht).

2 Zie artikel 1:60 van de Ontwerp Wet op het financieel toezicht.

3 JOR 2005, 35.

4 JOR 2003, 40.

5 JOR 2005, 40.

aan te tasten. Artikel 36 Bte 1995 geeft weliswaar voorschriften waaraan een overeenkomst als een SprintPlan-overeenkomst zou moeten voldoen, maar naar het oordeel van de rechtbank kan uit de Wte 1995 of het Bte 1995 niet worden afgeleid dat artikel 36 Bte 1995 de strekking heeft om de geldigheid van een overeenkomst aan te tasten als niet aan alle eisen van dit artikel is voldaan. Ten aanzien van artikel 28 NR 99 komt de rechtbank tot hetzelfde oordeel. Voor aantasting van de SprintPlan-overeenkomsten op grond van artikel 3:40 lid 2 BW (waarin is bepaald dat strijd met een dwingende wetsbepaling leidt tot nietigheid, tenzij de bepaling uitsluitend strekt ter bescherming van een van de beide partijen, in welk geval sprake is van vernietigbaarheid, een en ander voorzover uit de strekking van de bepaling niet anders voortvloeit) ziet de rechtbank derhalve geen aanleiding.

Ten aanzien van handelen in strijd met artikel 3 Wte 1995 (het aanbieden van aandelen in strijd met de prospectusplicht van artikel 3 lid 1 Wte 1995), komt de Rechtbank Den Haag in het vonnis van 19 januari 2005<sup>6</sup> ten aanzien van de overeenkomst tot aankoop van de aandelen die zonder prospectus zijn aangeboden tot het oordeel dat (1) er geen sprake is van nietigheid, omdat evident is dat de prospectusplicht uitsluitend strekt ter bescherming van de belegger, en (2) artikel 3 Wte 1995 niet de strekking heeft de geldigheid van daarmee strijdige handelingen aan te tasten, zodat een overeenkomst tot aankoop van de aandelen niet op grond van artikel 3:40 lid 2 Wte 1995 nietig of vernietigbaar is. Dit oordeel baseert de rechtbank onder andere op de memorie van toelichting bij het voorstel van wet tot opnemingswet in de Wte 1995 van bepalingen betreffende openbare biedingen op effecten, waar door de wetgever ten aanzien van de prospectusplicht in het kader van een openbaar bod (artikel 6s Wte 1995) is overwogen dat deze dwingende wetsbepaling niet de strekking heeft om de geldigheid van daarmee strijdige handelingen aan te tasten. In twee eerdere uitspraken is over de gevolgen van strijdigheid van handelen met de prospectusplicht van artikel 3 lid 1 Wte 1995 anders geoordeeld.<sup>7</sup>

In de zaak die ten grondslag ligt aan het vonnis van de Rechtbank Almelo van 2 februari 2005<sup>8</sup>, gaat het om de geldigheid van een kredietovereenkomst die is aangegaan met een partij die niet beschikt over de daarvoor vereiste vergunning onder de Wet inzake consumentenkrediet (Wck). De rechtbank oordeelt dat de vergunningplicht onder deze wet (zoals opgenomen in artikel 9 Wck) niet alleen strekt ter bescherming van een van de partijen bij de overeenkomst. Dit brengt de rechtbank tot de conclusie dat de betreffende kredietovereenkomst nietig is. Gevolg van deze conclusie is dat hetgeen ter uitvoering van de overeenkomst is gepresteerd (de kredietgever heeft een geldsom aan de kredietnemer beschikbaar gesteld, de kredietnemer heeft rente betaald, en de kredietgever heeft voor risico van de kredietnemer een pakket aandelen verworven), moet worden teruggedraaid. Volgens de rechtbank zou dat tot gevolg hebben dat de kredietgever de rente moet terugbetalen, maar zelf niets kan terugvorderen, omdat de aankoopwaarde van de aandelen die als gevolg van de vernietiging voor rekening blijven van de kredietgever gelijk is aan de krediet som. Omdat de rechtbank een dergelijk resultaat naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar acht, meent de rechtbank, onder verwijzing naar artikel 6:278 lid 2 BW<sup>9</sup>, dat beide partijen de helft moeten dragen van de restschuld (die is ontstaan wegens waardedaling van de aandelen), na aftrek van de rentetermijnen.

Ook de Rechtbank Arnhem is, blijkens het vonnis van 22 juni 2005<sup>10</sup>, van oordeel dat een kredietovereenkomst die is aangeboden door een partij die niet beschikte over de vereiste Wck-vergunning, nietig is op grond van artikel 3:40 lid 2 BW wegens strijd met een dwingende wetsbepaling (en niet vernietigbaar, omdat de betreffende vergunningplicht van artikel 9 Wck niet uitsluitend strekt ter bescherming van een van de partijen bij de overeenkomst). Het hieraan ten grondslag liggende oordeel dat de effectenleaseovereenkomst die in deze zaak aan de orde was, kwalificeert als krediettransactie onder de Wck, wordt hier verder niet besproken.<sup>11</sup> De Rechtbank Arnhem komt echter tot een andere afwikkeling van de als onverschuldigd verrichte prestaties dan de Recht-

6 JOR 2005, 41 (m.nt. CMGvdK).

7 Rechtbank Breda 20 augustus 2002, JOR 2002, 178 (m.nt. CMGvdK), en Rechtbank Arnhem 17 september 2003, JOR 2003, 285 (m.nt. KF). Zie over nietigheid en vernietigbaarheid wegens strijd met artikel 3 Wte 1995 ook 'Unforgiven? Over nietigheid en vernietigbaarheid in het bedrijfsfinancieel recht', Oostwouder (2005), p. 16 e.v.

8 JOR 2005, 70.

9 Zie hiervoor onder andere de uitspraak van de Commissie van Beroep DSI van 27 januari 2005, JOR 2005, 67 (m.nt. Lieverse), Rechtbank Amsterdam, 25 augustus 2004, JOR 2004, 303 (m.nt. Lieverse en Van der Burght, en Rechtbank Haarlem, 30 januari 2005, JOR 2005, 42).

10 JOR 2005, 211.

11 Rechtbank Arnhem 14 juli 2004, JOR 2004, 240 (m.nt. Lieverse).

bank Almelo in de hiervoor besproken uitspraak. De Rechtbank Arnhem meent dat de aankoop door de kredietgever van het pakket aandelen voor risico van de kredietnemer zich naar haar aard niet ongedaan laat maken, zodat de kredietgever recht heeft op vergoeding van de waarde van deze prestatie op het moment van ontvangst van deze prestatie, voorzover dat redelijk is. Dat betekent dat de rechtbank uitgaat van de waarde van de aandelen op het moment van verkoop, en dat de daarna ingetreden waardedaling in beginsel komt voor risico van de kredietnemer. De rechtbank ziet echter wel aanleiding om dit bedrag, verminderd met de verkoopopbrengst van de aandelen, op de voet van artikel 6:210 lid 2 BW tussen partijen te verdelen.

### Marktmisbruik

Inmiddels is, per 1 oktober 2005, de nieuwe Wet marktmisbruik in werking getreden. Deze wet vloeit rechtstreeks voort uit de implementatie in de Nederlandse wetgeving van de Europese richtlijn 2003/6/EG (richtlijn marktmisbruik), en de daarbij behorende uitvoeringsrichtlijnen.<sup>12</sup> Daarnaast is de rechtstreeks werkende Verordening 2273/2003 (Verordening terugkoop en stabilisatie) van belang. Implementatie in de Nederlandse wetgeving heeft plaatsgevonden door wijziging van (in het bijzonder) de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995), meer in het bijzonder van Hoofdstuk XII van deze wet, alsmede door invoering van een nieuw besluit, houdende regels tot uitvoering van diverse bepalingen in de Wet marktmisbruik (Besluit marktmisbruik).

In de aanloop naar deze nieuwe wetgeving is door de verdachte in de zaak die ten grondslag heeft gelegen aan het vonnis van de Rechtbank Amsterdam van 3 december 2004<sup>13</sup> een beroep gedaan op rechtstreekse werking van de richtlijn marktmisbruik, althans op de noodzaak van een richtlijnconforme interpretatie van het verbod om te handelen met voorwetenschap zoals tot 1 oktober 2005 opgenomen in artikel 46 Wte 1995. De verdenking van handel met voorwetenschap in deze zaak heeft betrekking op feiten uit medio 2001. De behandeling van de strafzaak vindt plaats in november 2004. Achtergrond van het beroep op de richtlijn marktmisbruik

is gelegen in de omstandigheid dat de richtlijn marktmisbruik eigenlijk reeds per 12 oktober 2004 in de Nederlandse wetgeving geïmplementeerd had moeten zijn. De rechtbank noteert dat een richtlijn zich richt tot de lidstaten en dat particulieren, wanneer de bepalingen van de richtlijn naar hun inhoud onvoorwaardelijk en voldoende nauwkeurig lijken te zijn en uitvoeringsmaatregelen niet tijdig zijn getroffen, zich op die bepalingen kunnen beroepen tegen elk nationaal voorschrift dat niet met de richtlijn in overeenstemming is. In deze zaak oordeelt de rechtbank evenwel dat de bepalingen van de richtlijn marktmisbruik niet voldoende nauwkeurig zijn om reeds toegepast te worden en dat niet vooruitgelopen kan worden op de uitkomsten van het wetgevingsproces. De rechtbank stelt voorts vast dat deze onzekerheden tevens in de weg staan aan een richtlijnconforme uitleg van artikel 46 Wte 1995 (zoals dat gold tot 1 oktober 2005).

Ook in de zaak die ten grondslag ligt aan het vonnis van de Rechtbank Amsterdam van 11 februari 2005<sup>14</sup> is een beroep gedaan op rechtstreekse werking van de richtlijn marktmisbruik, althans op de noodzaak om het wettelijke verbod van handel met voorwetenschap richtlijnconform te interpreteren. De feiten waarop de tenlastelegging in deze zaak zijn gebaseerd hebben zich voorgedaan in de periode tussen september en december 1999, en ook hier vindt de behandeling van de strafzaak plaats nadat de uiterste datum voor implementatie van de richtlijn marktmisbruik reeds is verstreken. Het gaat hier in het bijzonder om het gegeven dat in de richtlijn marktmisbruik geldt dat alleen sprake is van voorwetenschap indien de betreffende informatie bij openbaarmaking een 'aanzienlijke' invloed zou kunnen hebben op de koers van de effecten<sup>15</sup>, terwijl dit bestanddeel in de verbodsbepaling zoals die tot 1 oktober 2005 was opgenomen in artikel 46 Wte 1995 niet voorkomt. Voorts wordt door de verdachten gewezen op het feit dat volgens de richtlijn marktmisbruik moet blijken van de omstandigheid dat 'gebruik' is gemaakt van de voorwetenschap, in de zin dat er sprake moet zijn van een causaal verband tussen de voorwetenschap en de transacties, terwijl dit bestanddeel niet voorkomt in het transactieverbod zoals dat tot 1 oktober 2005 was

12 Uitvoeringsrichtlijn 2003/124/EG: uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking, uitvoeringsrichtlijn 2003/125/EG: uitvoeringsrichtlijn aanbevelingen, en uitvoeringsrichtlijn 2004/72/EG: uitvoeringsrichtlijn gebruikelijke marktpraktijken en meldingsregeling.

13 *JOR* 2005, 13 (m.nt. Ortlep).

14 *JOR* 2005, 74 (m.nt. Kristen).

15 Artikel 1 lid 1 van de richtlijn marktmisbruik.

opgenomen in artikel 46 Wte 1995. Met andere woorden: het nieuwe transactieverbod dat conform de richtlijn marktmisbruik in de Nederlandse wetgeving in oktober 2004 opgenomen had moeten zijn, zou strikter zijn geweest door het toevoegen van extra eisen, en de verdachten mogen er niet onder lijden dat de Nederlandse wetgever te laat is met de implementatie.

Wat het eerste punt betreft, de eis van de aanzienlijkheid van de koersgevoeligheid, omzeilt de rechtbank een inhoudelijk oordeel over de terechtheid van het beroep van de verdachten op de richtlijn marktmisbruik, door te oordelen dat aan de eis van aanzienlijkheid, zoals de verdachten menen dat die geïnterpreteerd moet worden, feitelijk is voldaan. Wat betreft het vereiste 'gebruik' van voorwetenschap, verwijst de rechtbank naar de memorie van toelichting bij het wetsontwerp naar aanleiding van de implementatie van de richtlijn marktmisbruik, waar is opgemerkt dat een persoon die een transactie pleegt daarbij 'gebruik' maakt van voorwetenschap indien een instrumenteel verband bestaat tussen zijn kennis en de transactie die hij verricht. De rechtbank oordeelt dat aan deze eis voldaan zal zijn, omdat een belegger in het algemeen nu eenmaal zal streven naar maximaal beleggingsresultaat, en (dus) alle feiten die bij hem bekend zijn enige rol bij zijn besluitvorming zal laten spelen. Op basis hiervan komt de rechtbank tot de slotsom dat de verdachten 'gebruik' zullen hebben gemaakt van de voorwetenschap waarover zij de beschikking hadden, nu zij kennelijk in deze voorwetenschap bevestiging hebben gevonden de voorgenomen transacties voort te zetten.

Zó geïnterpreteerd leidt het bestanddeel 'gebruik', zoals met ingang van 1 oktober 2005 met zoveel woorden is opgenomen in het transactieverbod van artikel 46 Wte 1995, niet tot een beperking van de reikwijdte van het transactieverbod, omdat volgens de rechtbank dit bestanddeel kennelijk niet betekent dat er sprake moet zijn van een aantoonbaar causaal verband tussen de voorwetenschap en het handelen. Of dit ook de lijn van de rechtspraak zal blijven onder de nieuwe verbodsbepaling zal moeten blijken. De memorie van toelichting bij de nieuwe verbodsbepaling geeft in ieder geval steun aan het oordeel van de rechtbank.

### Zorgplicht en aansprakelijkheid bij effectendienstverlening: effectenlease

Op het gebied van de zorgplicht bij effectendienstverlening wordt in de jurisprudentie over het afgelopen jaar een grote plaats ingenomen door uitspraken die betrekking hebben op diverse effectenleaseproducten. Belangrijke uitspraken zijn met name de in hoger beroep gewezen uitspraken, waaronder de uitspraak van het Hof Den Bosch<sup>16</sup> waarin is geoordeeld dat het effectenleaseproduct 'Winstverdriedubbelaar' kwalificeert als huurkoopovereenkomst in de zin van artikel 7A:1576h lid 1 BW, en daarmee als koop op afbetaling, voor het aangaan waarvan op de voet van artikel 1:88 lid 1 onder d BW een echtgenoot toestemming moet verlenen, bij gebreke waarvan de overeenkomst vernietigd kan worden door deze echtgenoot.

Voorts wordt melding gemaakt van de uitspraak van de Commissie van Beroep van DSI van 27 januari 2005.<sup>17</sup> Belangwekkend in deze uitspraak is het oordeel van de Commissie van Beroep over de toerekening van fouten van de cliëntenremisier aan de aanbieder van het product. Volgens dit oordeel strekt de inzet van een cliëntenremisier in beginsel ten voordele van de aanbieder doordat de cliëntenremisier zich richt op het aanbrenge van klanten bij de aanbieder, en dienen daarom fouten van de cliëntenremisier voor rekening te komen van de aanbieder als diens hulppersoon, op de voet van artikel 6:76 BW. De Commissie van Beroep laat hierbij ruimte voor een andere uitkomst, namelijk voor het geval dat de feiten zó zijn dat de bemiddelaar/tussenpersoon veel eerder optreedt als adviseur van de klant. Dan zou er aanleiding zijn om fouten van de tussenpersoon juist voor rekening te laten van de klant. Er kan hier wellicht een parallel worden getrokken met assurantiebemiddeling. In het algemeen wordt een assurantietussenpersoon gezien, althans voorzover het betreft het leggen van het contact tussen een klant en een verzekeraar, als (zelfstandige) opdrachtnemer van de klant.<sup>18</sup>

Verwezen wordt voorts naar de bespreking van Korthuis-Becks, *Zorgplicht en aansprakelijkheid van cliëntenremisiers*<sup>19</sup> en in het bijzonder naar noot 10 bij deze bespreking, waarin er eveneens van uit wordt gegaan dat fouten van een cliëntenremisier gemaakt bij 'het aanbrenge' in beginsel voor eigen rekening van de klant blijven. Het bestempelen van een cliëntenremisier als hulppersoon van een aanbieder past

16 Arrest van 1 februari 2005, *JOR* 2005, 69 (m.nt. Van der Burght).

17 *JOR* 2005, 67 (m.nt. Lieveerse).

18 Zie hiervoor Kamphuisen, *De opdracht aan de assurantietussenpersoon* (1994).

19 *TvE* 2004-12, pag. 284 e.v.

wellicht ook niet zo goed bij de zelfstandige verantwoordelijkheid van de cliëntenremisier als bemiddelaar die spreekt uit artikel 12 lid 2 Vrijstellingsregeling Wte 1995, betreffende de naleving van de regels als bedoeld in artikel 24 Bte 1995.

Ten aanzien van het beroep van de klant op schending van de zorgplicht constateert de Commissie van Beroep dat een aanbieder van effectenleaseproducten een effectenbemiddelaar is in de zin van artikel 1 onder b, 1e Wte 1995 (dit was overigens in hoger beroep ook niet bestreden), en voorts dat aldus de zorgplicht van de aanbieder als opdrachtnemer van de klant wordt ingevuld door de verplichtingen die volgen uit (1) artikel 24 aanhef en onder b Bte 1995, en artikel 25 NR 1999 (inhoudende dat een effecteninstelling in het algemeen dient te handelen in het belang van cliënten), (2) artikel 24 aanhef en onder b Bte 1995, en artikel 28 lid 1 NR 1999 (inhoudende het 'know your customer' principe), en (3) artikel 33 NR 1999 (inhoudende bepaalde informatieverplichtingen). In de uitwerking van de toepasselijkheid van deze regels hamert de Commissie van Beroep dan met name op de plicht van de aanbieder om inlichtingen in te winnen over de financiële positie van de klant, en zich ervan te overtuigen dat het product past bij het risicoprofiel van de klant. De Commissie van Beroep concludeert dan dat bij een onderzoek door de aanbieder naar het cliëntenprofiel van deze klant, de aanbieder tot de conclusie had moeten komen dat het effectenleaseproduct voor deze klant niet geschikt was, gelet op diens financiële positie. De kernpunten van deze financiële positie zijn samengevat in punt (i) van overweging 4.1. (een netto-inkomen van € 1.700 per maand, vaste lasten, waaronder alimentatieverplichtingen, van € 1.050 per maand en geen ander vermogen dan € 8.000 spaargeld, waarbij een effectenleaseovereenkomst werd aangegaan voor aan hoofdsom van ruim € 43.000, en met een totale rentelast van ruim € 8.000). Het nalaten van dit onderzoek kwalificeert de Commissie van Beroep als onrechtmatig, hetgeen leidt tot schadeplechtigheid van de aanbieder. De Commissie van Beroep ziet wél aanleiding om op basis van eigen schuld van de klant (de klant zou zelf te weinig onderzoek hebben gedaan om na te gaan of zijn beleving van het beperkte risico dat hij liep, wel juist was) een deel van de schade voor diens eigen rekening te laten.

### Zorgplicht en aansprakelijkheid bij effectendienstverlening: bestensorders

In lijn met eerdere uitspraken<sup>20</sup> is door het Hof Amsterdam<sup>21</sup> geoordeeld dat bij het plaatsen door een particuliere belegger van een bestenskooporder bij een beursintroduktie, de door de effectendienstverlener in acht te nemen zorgplicht met zich meebrengt dat deze order niet zomaar kan worden geaccepteerd en uitgevoerd, ook niet wanneer sprake is van een *execution only*-relatie. Dit arrest heeft de beursgang van Via Net.works tot onderwerp. In dit arrest wordt geoordeeld dat de effectendienstverlener (in dit geval ging het om de Postbank) zich had moeten onthouden van uitvoering van de order, omdat de Postbank de nakoming van haar verplichtingen uit hoofde van artikel 28 Nadere regeling toezicht effectenverkeer 1999 niet kon waarborgen. Deze bepaling verbiedt de medewerking door een effecteninstelling aan de uitvoering van een effectenorder, als de cliënt onvoldoende tegoeden heeft om de verplichtingen die uit die order voortvloeien te voldoen. Aan dit oordeel ligt de overweging van het hof ten grondslag dat het hier ging om een bestensorder voor niet minder dan 6.000 stukken in een internetfonds (Via Net.works) dat voor het eerst ter beurze zou worden genoteerd, waarvan alleen de uitgiftekoers bekend was, en waarvan niet bekend was tegen welke koers de eerste transacties in de aandelen tot stand zouden komen. Omdat in dit geval het aantal aan te kopen aandelen was afgestemd op het aanwezige saldo van de cliënt, uitgaande van een aankoopkoers die gelijk zou zijn aan de prijs waarvoor de bestensorder zou worden uitgevoerd, was het risico reëel, aldus het hof, dat bij uitvoering van de order het saldo van de cliënt onvoldoende zou blijken te zijn. De Postbank had dus rekening moeten houden met het reële risico dat de eerste koers zoals die tot stand zou komen veel hoger kon zijn dan de prijs waarvoor de aandelen zouden worden geplaatst bij de beleggers die zich voor de emissie hadden ingeschreven en aan wie aandelen zouden zijn toegewezen (de uitgiftekoers).

### Zorgplicht en aansprakelijkheid bij effectendienstverlening: reversed convertibles

De norm voor de zorgplicht van een adviseur is duidelijk: de toets is of een redelijk bekwaam en redelijk handelend adviseur tot het betreffende advies heeft kunnen komen. Wanneer het financiële product niet eenvoudig te doorgronden is, en een cliënt geen

20 Klachtencommissie DSI, 30 juli 2003, *JOR* 2002, 165 en Hof Amsterdam 5 december 2002, *JOR* 2003, 116.

21 *JOR* 2005, 122.

beleggingservaring heeft, dan loopt de adviseur een gereede kans dat hem wanprestatie kan worden verweten, zo blijkt uit de uitspraak van de Klachtencommissie DSI van 10 november 2004.<sup>22</sup> In deze zaak gaat het om beleggingen in reversed convertibles. Door het gebruik van de term ‘obligaties’ heeft de belegger de stellige indruk gekregen dat het om een belegging met een laag risico zou gaan. De Klachtencommissie constateert dat het hier echter veeleer gaat om aandelenopties dan om bedrijfsobligaties. Onder de omstandigheden van dit geval heeft een redelijk handelend en redelijk bekwaam adviseur niet het advies mogen geven tot aankoop van de reversed convertibles, aldus de Klachtencommissie DSI. Zie voor een vergelijkbare uitkomst: Klachtencommissie DSI, uitspraak van 4 januari 2005<sup>23</sup>, en voor een andere uitkomst op grond van het oordeel dat de belegger zelf voldoende ervaren was om de implicaties van een risicovol product als een reversed convertible te voorzien: de uitspraak van de Klachtencommissie DSI van 8 februari 2005.<sup>24</sup>

Voor de vermogensbeheerder geldt de norm dat voor de invulling bepalend is het antwoord op de vraag of de vermogensbeheerder is opgetreden als een goed huisvader. Ook al zijn (zie hiervoor) reversed convertibles risicovolle producten, in dit geval liet het risicoprofiel van de cliënt dat relatief hoog was de betreffende belegging toe, aldus de uitspraak van de Klachtencommissie DSI van 11 april 2005.<sup>25</sup>

### Positie van een clearingbedrijf

Het Hof Amsterdam heeft bij arrest van 13 oktober 2005<sup>26</sup> geoordeeld dat een clearingbedrijf geen kredietinstelling is, en ook geen effecteninstelling. Gevolg van dit oordeel is dat voor een clearingbedrijf geen bijzondere invulling geldt op grond van deze toezichtswetgeving van zijn zorgplicht jegens (professionele) wederpartijen. Het aan dit oordeel ten grondslag liggende geschil betreft de afwikkeling door Euronext Amsterdam Commodities Markets N.V. als clearingbedrijf van transacties die door De Vries & Westermann B.V. in opdracht van Henagro B.V. op de goederentermijnmarkt zijn gesloten. Wegens het niet aanhouden door Henagro B.V. van voldoende saldo op de door Henagro B.V. bij het clearingbedrijf aangehouden rekening, komt het op enig moment tot het afsluiten van alle in naam van

Henagro B.V. afgesloten contracten en liquidatie van haar posities.

Het protest van Henagro B.V. tegen deze handelwijze door het clearingbedrijf is onder andere gebaseerd op de stelling dat het clearingbedrijf door het aanhouden van gelden van Henagro B.V. handelt in strijd met het verbod op artikel 82 Wtk 1992 (het verbod om opvorderbare gelden aan te trekken van het publiek in Nederland), althans zonder vergunning het bedrijf uitoefent van kredietinstelling. Het hof oordeelt op dit punt dat het aanhouden van de gelden op een rekening niet kwalificeert als het aantrekken van opvorderbare gelden, omdat deze gelden worden aangehouden ten behoeve van de nakoming door Henagro B.V. van haar verplichtingen uit hoofde van de aangegane goederentermijntransacties. Of er ooit aanspraak is op (terug)betaling jegens het clearingbedrijf, hetgeen een belangrijke aanwijzing zou zijn voor de gedachte dat het clearingbedrijf door Henagro B.V. opvorderbare gelden zou aanhouden, is volgens het hof afhankelijk van het nettoresultaat van de door Henagro B.V. gesloten transacties, niet van de ter beschikking gestelde gelden.

Goederentermijntransacties kwalificeren als effecten op grond van artikel 1 onder a sub 2e Wte 1995. De werkzaamheden van het clearingbedrijf ten aanzien van deze transacties betreffen volgens het hof echter geen effectenbemiddeling. Het clearingbedrijf is immers niet betrokken bij het totstandkomen van deze transacties, maar beperkt haar werkzaamheden tot de administratieve en financiële afwikkeling hiervan. Er is derhalve geen sprake van het bewerkstelligen van transacties in effecten zoals bedoeld in artikel 1 onder b sub 2e Wte 1995. Henagro B.V. kan dan ook geen beroep doen op de invulling van de zorgplicht van een effecteninstelling zoals die ontleend zou kunnen worden aan de Nadere regeling toezicht effectenverkeer 1999.

### Het verbod van artikel 82 Wtk 1992

Het verbod van artikel 82 Wtk 1992 tot het bedrijfsmatig aantrekken van opvorderbare gelden van het publiek, zoals het ook in de hiervoor besproken uitspraak aan de orde is gesteld, heeft het afgelopen jaar een aantal keren tot rechterlijke uitspraken geleid, waarin de reikwijdte van het verbod nader is

22 KCD 161, JOR 2005, 11.

23 KCD 2005, 3.

24 KCD 2005, 14.

25 KCD 2005, 34.

26 LJN AU4237, te vinden via [www.rechtspraak.nl](http://www.rechtspraak.nl).

komen vast te staan.

De Rechtbank Arnhem heeft in haar uitspraak van 6 januari 2005<sup>27</sup> geoordeeld dat de term ‘bedrijfsmatig’ moet worden uitgelegd tegen de achtergrond dat de wetgever kennelijk meer gewicht heeft willen toekennen aan de aard van de bedrijfsuitoefening, dan aan de frequentie waarmee of de wijze waarop dat gebeurt. Het verweer dat weliswaar ooit gelden van het publiek zijn aangetrokken maar dat dit niet geregeld en/of stelselmatig is gebeurd, biedt derhalve geen soelaas. Wanneer het aantrekken van opvorderbare gelden plaatsvindt en past in het kader van een bedrijfsuitoefening (in dit geval: het bedrijf van beleggingsinstelling), is het verbod van artikel 82 Wtk 1992 van toepassing. Genoteerd kan worden dat de Rechtbank Arnhem met deze uitleg de lijn lijkt te volgen die is uitgezet door de Hoge Raad in het arrest van 27 maart 2001<sup>28</sup>, en waar is geoordeeld dat de term ‘bedrijfsmatig’ in ieder geval de betekenis heeft van ‘stelselmatig en geregeld’, hetgeen niet uitsluit dat ook in andere situaties sprake kan zijn van bedrijfsmatig aantrekken van gelden. Voorts kan opgemerkt worden dat de Rechtbank Arnhem bij het bepalen van de betekenis van het begrip ‘bedrijfsmatig’ geen acht lijkt te slaan op de uitleg die De Nederlandsche Bank (DNB) aan dit begrip heeft gegeven in haar beleidsregel<sup>29</sup> hierover.

Een uitleg van het begrip ‘bedrijfsmatig’ zoals het voorkomt in artikel 82 Wtk 1992 is ook te vinden in het arrest van het Hof Den Bosch van 25 juni 2004.<sup>30</sup> Het hof vat deze term op als handelen ‘binnen het kader van een onderneming of instelling dan wel geregeld of stelselmatig buiten een dergelijk kader’. Het hof buigt zich voorts over de betekenis van het begrip ‘publiek’. Voor de uitleg van dit begrip sluit het hof niet geheel aan bij de uitleg van dit begrip in de beleidsregel van DNB.<sup>31</sup> Het hof oordeelt dat onder ‘publiek’ zowel grote als kleine niet-professionele beleggers vallen. Particuliere beleggers kunnen volgens het hof in beginsel niet tot professionele marktpartijen worden gerekend, ook niet wanneer zij aanmerkelijke bedragen te besteden hebben, en dat hetzelfde geldt voor met particulieren te vereenzelvigen vennootschappen (eenmans- of familie-bv’s) ook wanneer zij zich min of meer structureel bezighou-

den met het doen van beleggingen, zoals pensioenbv’s.

In dit kader wordt genoteerd dat DNB in artikel 2 van de al eerder aangeduide beleidsregel voor het begrip professionele marktpartijen verwijst naar de limitatieve opsomming van dergelijke partijen in artikel 1 onder e Vrijstellingsregeling Wtk 1992. Sedert de herziening van de Vrijstellingsregeling Wtk 1992 per 1 september 2005<sup>32</sup>, bij welke gelegenheid naar aanleiding van de wijzigingen in de Vrijstellingsregeling Wte 1995 en de Vrijstellingsregeling Wtb, de opsomming van de lijst van professionele marktpartijen in artikel 1 onder e is aangepast, er uitdrukkelijk ruimte is om zowel (Nederlandse) particulieren als ondernemingen wier ondernemingsdoel is beperkt tot het beleggen in effecten, aan te merken als professionele marktpartijen.<sup>33</sup> Volgens artikel 1 en 2 van de beleidsregel van DNB geldt deze opsomming ook in het kader van artikel 82 Wtk 1992, om te bepalen of al dan niet gelden worden aangetrokken van het publiek. De uitspraak van het Hof Den Bosch wijst echter in een andere richting, en in dat opzicht is voorzichtigheid geboden bij het afgaan op de beleidsregel van DNB, omdat er geen zekerheid is dat de uitleg van DNB van de diverse begrippen door de strafrechter wordt gevolgd.

### **Marktmanipulatie; artikel 32 Nadere regeling gedragstoezicht effectenverkeer 1999**

Hiervoor werd al melding gemaakt van het inwerkingtreden van de Wet marktmisbruik per 1 oktober 2005. Onderdeel van deze nieuwe wet is een nieuwe verbodsbepaling tot marktmanipulatie. Van marktmanipulatie is sprake indien de vrije prijsvorming, als resultante van vraag en aanbod, wordt verhinderd. Onder de nieuwe wet is onder andere verboden: (a) het verrichten of bewerkstelligen van een transactie of handelsorder in effecten waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van die effecten; en (b) het verrichten of bewerkstelligen van een transactie of handelsorder in effecten teneinde de koers van die effecten op een kunstmatig niveau te houden. Deze verbodsbepalingen gelden voor handelen in of vanuit Nederland of

27 *JOR* 2005, 32 (m.nt. CMGvdK bij *JOR* 2005, 34).

28 *JOR* 2001, 98.

29 Beleidsregel kernbegrippen markttoetreding en handhaving Wtk 1992, zoals inmiddels herzien.

30 *JOR* 2005, 33 (m.nt. CMGvdK bij *JOR* 2005, 35).

31 Zie voetnoot 29.

32 Zie *Staatscourant* 30 augustus 2005, nr. 167, p. 7 e.v.

33 Via de verwijzing naar artikel 1a lid 3 onderdeel a, b, d tot en met f Vrijstellingsregeling Wte 1995.

een derdeland, voorzover het effecten betreft die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt die is gelegen of werkzaam is in Nederland of waarvoor toelating tot die handel is gevraagd, en voor handelen in of vanuit Nederland in effecten die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt die gelegen is of werkzaam is in een andere lidstaat of die zijn toegelaten tot de handel op een effectenbeurs die is gevestigd en van overheidswege is toegelaten in een derdeland, of waarvoor toelating tot die handel is gevraagd. De AFM heeft een brochure gepubliceerd<sup>34</sup> waarin voorbeelden zijn opgenomen van transacties die in het algemeen onder het verbod van marktmanipulatie zullen vallen.

Uitgezonderd van het verbod van marktmanipulatie zijn onder andere het verrichten of bewerkstelligen van transacties of handelsorders in effecten of het verspreiden van informatie in het kader van stabilisatie zoals omschreven in hoofdstuk III van Verordening nr. 2273/2003 van de Commissie van de Europese Gemeenschappen van 22 december 2003 tot uitvoering van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie wat de uitzonderingsregeling voor terugkoopprogramma's en voor de stabilisatie van financiële instrumenten betreft (PbEU L 336).

Zou zich opnieuw een geval voordoen zoals het geval dat ten grondslag heeft gelegen aan de uitspraak van het College van Beroep voor het bedrijfsleven van 28 juni 2005<sup>35</sup>, dan zou toetsing wat betreft de voorwaarden waaronder koersstabilisatie mag plaatsvinden, moeten plaatsvinden aan de rechtstreeks werkende bepalingen van de hiervoor aangeduide verordening. Thans is in deze zaak nog toetsing aan de orde van het verbod op koersmanipulatie zoals dat is opgenomen in artikel 32 lid 2 Nadere regeling toezicht effectenverkeer 1999 (NR 99), en de voorwaarden waaronder koersstabilisatie mag plaatsvinden op basis van artikel 32 lid 3 NR 99.

Een oordeel van meer algemene strekking van het CBB betreft de reikwijdte van de regelgevende bevoegdheid van de AFM. Het CBB stelt vast dat aan de AFM door de wetgever een ruime regelgevende

bevoegdheid is toegekend en dat aldus aan de AFM de bevoegdheid is toegekomen, op basis van artikel 11 lid 1 aanhef en onder d Wte 1995, om het verbod van artikel 32 NR 99 vast te stellen, zodat deze bepaling (anders dan was betoogd door de onder toezicht staande instelling) wel degelijk verbindend is.

Artikel 32 lid 2 aanhef en onder b NR 99 verbiedt het verrichten van transacties in beursgenoteerde effecten indien hiermee een misleidende voorstelling van zaken wordt gecreëerd. Het CBB noteert hierbij dat niet vereist is dat sprake was van een oogmerk tot misleiding. Vervolgens toetst het CBB de handelwijze van de onder toezicht staande instelling, ABN Amro Bank N.V. (de bank) bij de beursgang van World Online (WOL), aan het bepaalde in artikel 32 NR 99. Bij de opening van de handel in aandelen WOL heeft de bank ruim 4.000.000 aandelen gekocht. Volgens het CBB is komen vast te staan dat de bank met het inleggen van een kooporder voor dit pakket aandelen een misleidende, want niet met de werkelijkheid overeenstemmende, voorstelling van zaken heeft gecreëerd. Vervolgens komt de vraag aan de orde of de bank gebruik kan maken van de uitzondering op het verbod van koersmanipulatie zoals opgenomen in artikel 32 NR 99, met een beroep op de uitzondering die op dit verbod geldt voor koersstabilisatie die aan bepaalde voorwaarden voldoet. Het CBB concludeert dat dit niet het geval is. Vast is komen te staan dat de betreffende aankoop niet, zoals is vereist voor een beroep op deze *safe harbour*, is gedaan voor rekening en risico van het syndicaat van banken dat de beursgang van WOL heeft begeleid.

Genoteerd wordt nog dat de voorwaarden onder de verordening om een beroep te kunnen doen op de uitzondering op het verbod van marktmanipulatie wegens koersstabilisatie restrictiever zijn dan de op basis van artikel 32 NR 99 te stellen condities.

**C.W.M. Lieveer is advocaat bij Loyens & Loeff N.V. te Amsterdam.**

34 Te vinden op de website van de AFM: [www.afm.nl](http://www.afm.nl).

35 JOR 2005, 248 (m.nt. Frielink en De Groot).