

# De reikwijdte van de prospectusplicht: in- of exclusief executieverkoop?

*Mr. I. R. Viertelhuizen \**

## Inleiding

Het is in beginsel *verboden* om effecten aan te bieden aan het publiek zonder een goedgekeurd prospectus algemeen verkrijgbaar te stellen. Uit deze verbodsbepaling vloeit aldus een prospectusplicht voort. Op Europees niveau geldt de Prospectusrichtlijn op grond waarvan een prospectus moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten.<sup>1</sup> In november 2010 is deze Prospectusrichtlijn gewijzigd, onder meer om de toepassing ervan te vereenvoudigen en te verbeteren.<sup>2</sup> Dat hiermee niet alle onduidelijkheid is weggenomen, blijkt uit een arrest van de Hoge Raad van 28 september 2012 en de door de Hoge Raad gestelde prejudiciële vragen aan het Hof van Justitie van de Europese Unie (hierna: HvJ EU).<sup>3</sup> Aan de orde was de vraag of de prospectusplicht ook geldt in een situatie van executoriale verkoop. De betreffende executant wenste de in beslag genomen effecten te verkopen, maar werd geconfronteerd met de vraag of hij een goedgekeurd prospectus verkrijgbaar had moeten stellen. De rechtbank, het gerechtshof en de Hoge Raad kwamen alle tot andersluidende oordelen.

In deze bijdrage zal in de eerste plaats worden ingegaan op het relevante wettelijke kader. Daarna wordt afzonderlijk aandacht besteed aan de uitspraken van de rechtbank, het gerechtshof en de Hoge Raad, telkens voor zover het de reikwijdte van de prospectusplicht betreft. Deze bijdrage sluit met een conclusie af.

## Wettelijk kader

De Prospectusrichtlijn is geïmplementeerd in hoofdstuk 5.1 van de Wet op het financieel toezicht (Wft). De prospectusplicht is neergelegd in artikel 5:2 Wft. Ingevolge deze bepaling is het verboden om (1) in Nederland effecten aan te bieden aan het publiek of (2) effecten te doen toelaten tot de handel

op een gereglemeenteerde markt, tenzij een goedgekeurd prospectus algemeen verkrijgbaar is gesteld. Hier is met name deze eerste aanbieding van belang.

Zowel de Prospectusrichtlijn als de Wft geeft een definitie van het *aanbieden van effecten aan het publiek*. Daarbij kunnen kleine verschillen worden onderscheiden. De Prospectusrichtlijn refereert aan een mededeling waarin voldoende informatie over de voorwaarden van de aanbieding en de aangeboden effecten wordt verstrekt om een belegger in staat te stellen tot aankoop van of inschrijving op deze effecten te besluiten. Deze mededeling moet bovendien tot het publiek, zijnde meerdere personen, zijn gericht. Uiteindelijk zal de mededeling dus resulteren in een beslissing omtrent de aankoop van of inschrijving op de betreffende effecten.

De Wft sluit bij ons civielrechtelijke aanbod aan. Het betreft een tot meer dan één persoon gericht voldoende bepaald aanbod tot het aangaan van een overeenkomst tot het kopen of anderszins verkrijgen van effecten, dan wel een uitnodiging tot het doen van een aanbod op dergelijke effecten. Onder deze definitie valt zowel het voorstel waarvan de voorwaarden inclusief de vermelding van de prijs zodanig nauwkeurig zijn bepaald dat door de aanvaarding daarvan onmiddellijk een overeenkomst tot stand komt, als de uitnodiging om in onderhandeling te treden.<sup>4</sup> De vraag kan worden gesteld of deze definitie niet ruimer is dan de Europese definitie. Ik kom hier nog op terug.

Op de prospectusplicht bestaan ook uitzonderingen. Ingevolge artikel 3 lid 2 Prospectusrichtlijn geldt de prospectusplicht niet voor een aantal categorieën aanbiedingen. Voorts bevat artikel 4 van de richtlijn vrijstellingen van de prospectusplicht. In Nederland zijn de uitzonderingen en vrijstellingen op het verbod van artikel 5:2 Wft neergelegd in artikel 5:3 en 5:4 Wft en de Vrijstellingsregeling Wft (hierna: Vrijstellingsregeling). Met het oog op het arrest van de Hoge Raad wordt hierna een beperkt aantal uitzonderingen besproken.

Een eerste uitzondering is een aanbieding aan uitsluitend gekwalificeerde beleggers (art. 5:3 lid 1 onder a Wft). Het gaat om professionele beleggers, waaronder vergunninghoudende financiële ondernemingen, grote rechtspersonen en vennoot-

\* Mr. I.R. Viertelhuizen is advocaat bij Stibbe.

1. Richtlijn 2003/71/EG 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.  
2. Richtlijn 2010/73/EU van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot wijziging van Richtlijn 2003/71/EG betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglemeenteerde markt zijn toegelaten.  
3. HR 28 september 2012, LJN BW7006, JOR 2012, 327.

4. C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door de Wet op het financieel toezicht, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2012, p. 73.

schappen, beleggingsfondsen, nationale en regionale overheden en centrale banken (art. 1:1 Wft jo. bijlage II van de MiFID). Een tweede uitzondering geldt voor effecten die slechts kunnen worden verworven tegen een tegenwaarde van ten minste EUR 100.000 per belegger (art. 5:3 lid 1 onder c Wft). Aangenomen wordt dat dergelijke (gekwalificeerde) beleggers voldoende deskundig en professioneel zijn om zich een behoorlijk inzicht te kunnen vormen over de aard van de aangeboden effecten.<sup>5</sup> Een derde uitzondering is een aanbieding aan minder dan 150 niet-gekwalificeerde beleggers (art. 5:3 lid 1 onder b Wft). In de parlementaire geschiedenis is verduidelijkt dat het om een persoonlijk aanbod aan minder dan 150 personen moet gaan.<sup>6</sup> Het is niet relevant hoeveel personen er uiteindelijk op het aanbod reageren. Ten slotte geldt een uitzondering voor een aanbieding waarvan de totale tegenwaarde berekend per categorie en voor een periode van twaalf maanden minder dan EUR 2.500.000 bedraagt (art. 53 lid 2 Vrijstellingsregeling). De gedachte achter deze laatste twee uitzonderingen is dat de informatieverplichtingen belastend en de kosten voor het publiceren van een prospectus relatief hoog zijn in verhouding tot de totale uitgifte. De herziene Prospectusrichtlijn biedt lidstaten de mogelijkheid om het drempelbedrag van EUR 2.500.000 te verhogen naar EUR 5.000.000. Nederland heeft hiervoor niet gekozen; een toename van het aantal van toezicht vrijgestelde aanbiedingen werd onwenselijk bevonden.<sup>7</sup>

### Achtergrond

Aan het arrest van de Hoge Raad gaat een lange geschiedenis vooraf. In 2003 zijn partijen overeengekomen om de aandelen in vier vennootschappen over te dragen aan de nog op te richten Global Hail Group B.V. In dit kader zou levering van de aandelen in tranches van steeds 20% plaatsvinden over een periode van vier jaar. Er werd een Stichting Administratiekantoor Global Hail Group (hierna: STAK) opgericht. De aandelen in Global Hail Group werden gehouden door de STAK, de certificaten van de aandelen door Almer Beheer en Daedalus Holding (kopers).

Ondertussen ontstond tussen partijen onenigheid over de levering van aandelen en de goedkeuring van jaarrekeningen. Zij voerden vervolgens maar liefst zeventien kortgedingprocedures en een arbitrale procedure. Uiteindelijk veroordeelde de voorzieningenrechter in de Rechtbank Breda Almer Beheer, Daedalus Holding en Global Hail Group hoofdelijk tot betaling van EUR 500.000 ten titel van voorschot op de koopsom voor de aan Global Hail Group geleverde aandelen. Bovendien werd de beslissing uitvoerbaar bij voorraad verklaard.

Hierop namen Van Dungen c.s. (verkopers) de door de STAK uitgegeven certificaten in executoriaal beslag. Om de certificaten ook daadwerkelijk te kunnen executeren verzochten zij de Rechtbank Breda om op grond van artikel 474g Wetboek van

Burgerlijke Rechtsvordering (Rv) te bepalen dat en binnen welke termijn tot verkoop en overdracht van de certificaten kon worden overgegaan. Ook verzochten Van Dungen c.s. de rechtbank te oordelen op welke wijze en onder welke voorwaarden de verkoop kon plaatsvinden.

### Rechtbank en gerechtshof

Bij beschikking van 27 december 2010 bepaalde de Rechtbank Breda dat de verkoop en overdracht van certificaten zal plaatsvinden door middel van een openbare verkoop binnen zes maanden. Daartoe diende een advertentie in twee landelijke dagbladen te worden geplaatst met vermelding dat belangstellenden binnen vier weken na de datum van de advertentie een schriftelijk bod moeten uitbrengen aan de deurwaarder. Bovendien stelde de rechtbank voorwaarden aan de verkoop en overdracht. Bij de executieverkoop werd nagestreefd om slechts dat aantal van de certificaten te executeren dat nodig is om het bedrag van EUR 500.000 vermeerderd met kosten te kunnen voldoen.

In haar uitspraak besteedde de rechtbank ook aandacht aan de prospectusplicht. Deze plicht zou niet van toepassing zijn op de executoriale verkoop van certificaten omdat de doelstelling van de Wft onder meer is om beleggers en spaarders te beschermen tegen malafide aanbiedingen, onvoldoende informatie en ondeskundig optreden. De Wft zou echter niet strekken tot bescherming van executiekopers die bij een executieverkoop bewust een risico nemen met het oogmerk op winst. Aldus lijkt de rechtbank aansluiting te zoeken bij artikel 7:19 Burgerlijk Wetboek (BW). Op grond van deze bepaling kan de koper zich in geval van een executoriale verkoop niet beroepen op het feit dat de zaak is behept met een last of beperking die er niet op had mogen rusten, of dat deze niet aan de overeenkomst beantwoordt. De gedachte achter deze bepaling is dat de executerende verkoper de zaak zelf niet kent en het te ver gaat om hem ter zake een onderzoeksplicht op te leggen. Als gezegd, is onze nationale regeling gebaseerd op de Prospectusrichtlijn. Zij moet derhalve in overeenstemming met de bewoordingen van de Prospectusrichtlijn worden uitgelegd. Het is de vraag of het toepassingsbereik van de Prospectusrichtlijn op de wijze voorgestaan door de rechtbank kan worden beperkt.

Het beschermen van beleggers is een belangrijke doelstelling van de Prospectusrichtlijn. De verstrekking van passende en volledige informatie over effecten en de uitgevende instelling bevordert de bescherming van beleggers. Daarbij houdt de Prospectusrichtlijn al rekening met de uiteenlopende behoeften aan bescherming van diverse categorieën beleggers en met hun deskundigheid.<sup>8</sup> Zo behoeft er voor een aanbieding aan uitsluitend gekwalificeerde beleggers geen goedgekeurd prospectus verkrijgbaar te worden gesteld. Een vergelijkbare uitzondering voor een aanbieding aan executiekopers lijkt niet te bestaan. Naar mijn mening kan worden betwijfeld of de Pros-

5. L.J. Silverentand e.a., Hoofdlijnen Wft, Deventer: Kluwer 2011, p. 197.

6. Kamerstukken II 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 383.

7. Kamerstukken II 2011/12, 33 023, nr. 3, p. 3.

8. Overweging 16 van de Prospectusrichtlijn.

pectusrichtlijn wel ruimte laat voor een dergelijke beperking van haar toepassingsbereik.

Opvallend is dat het gerechtshof hierna een geheel andere weg insloeg. Het ging niet nader op de doelstelling van de Wft in. Naar het oordeel van het gerechtshof kon zelfs in het midden blijven of een prospectusplicht bestond in het geval van een executoriale verkoop. Het gerechtshof koos voor een meer praktische benadering. De waarde van de aandelen zou het bedrag van EUR 2.500.000 waarschijnlijk niet overstijgen. Er was bovendien sprake van een executieverkoop en partijen waren nog altijd in allerlei gerechtelijke procedures verwickeld. In lijn hiermee overwoog het gerechtshof:

‘Als al iemand bereid zou kunnen worden gevonden om onder die omstandigheid certificaten te verwerven, dan zal hij daarvoor hoogst waarschijnlijk niet een marktconforme waarde bieden.’<sup>9</sup>

Hieraan voegde het gerechtshof toe dat de executie slechts een bedrag van EUR 500.000 aanging, vermeerderd met kosten. In het geval een verkoop van alle certificaten een waarde zou weerspiegelen van meer dan het vijfvoudige daarvan (EUR 2.500.000), dan zou er geen noodzaak bestaan voor de verkoop van al deze certificaten. Deze benadering biedt op het eerste gezicht allerlei voordelen. De rechter zou vooraf bijvoorbeeld kunnen bepalen dat een executie maximaal EUR 2.499.999 mag opleveren. In dat geval zou de prospectusplicht niet van toepassing zijn. De vraag is evenwel of een executieverkoop dan mogelijk is en of de beste opbrengst wordt verkregen.

Voorstelbaar is dat een koper – in geval van executoriale verkoop – niet geïnteresseerd is in een deel van de certificaten. Dikwijls is de executieverkoop van in beslag genomen aandelen in een BV of NV niet goed mogelijk, althans niet tegen een reële prijs.<sup>10</sup> Dit is slechts anders bij beslag op alle of in ieder geval de meerderheid van de aandelen. Een en ander geldt zeker in deze zaak, waar tussen partijen nog tal van gerechtelijke procedures lopen. Het is voor een koper niet erg aantrekkelijk om samen met deze partijen eigenaar van Global Hail Group B.V. te worden. De koper zal wellicht 100% of in ieder geval een meerderheidsbelang in de vennootschap willen bezitten. Het toepassen van een plafond zou in een dergelijke situatie tot een lagere koopprijs kunnen leiden. Uiteindelijk zal de koper slechts de door de rechter bepaalde maximumprijs (EUR 2.499.999) willen betalen.

Het was wellicht wenselijker geweest als het gerechtshof had geoordeeld dat de certificaten slechts aan gekwalificeerde beleggers of als pakket met een waarde van ten minste EUR 100.000 aangeboden mochten worden. Op grond van arti-

kel 474g Rv kan de rechter immers bij beschikking de voorwaarden van verkoop bepalen. De aanbieding zou dan eveneens onder de vrijstellingen van de Wft en/of de Vrijstellingsregeling vallen. Bovendien is aannemelijker dat dan een betere opbrengst zou worden verkregen.

### Hoge Raad

In cassatie liet de Hoge Raad zijn licht over het toepassingsbereik van de Prospectusrichtlijn schijnen.<sup>11</sup>

De Hoge Raad stelde voorop dat artikel 5:2 Wft inzake de prospectusplicht in het licht van de bewoordingen en het doel van de Prospectusrichtlijn moet worden uitgelegd. Zodoende wordt het met de richtlijn beoogde resultaat bereikt. In eerste instantie leek de Hoge Raad afstand te nemen van de uitspraak van de Rechtbank Breda. Afgaande op de bewoordingen van de richtlijn zou *in beginsel* ook een executoriale verkoop van effecten onder de prospectusplicht vallen. Maar de Hoge Raad had zijn bedenkingen. Bij de totstandkoming van de richtlijn was namelijk geen kenbare aandacht geschonken aan de bijzondere situatie van een executoriale verkoop van effecten. Om de hiernavolgende redenen week deze situatie af van de situatie die de Prospectusrichtlijn beoogt te beschermen.

In de eerste plaats is er geen sprake van een normale marktsituatie. Net als de rechtbank refereerde de Hoge Raad aan het uitgangspunt dat een verkoper bij een executoriale verkoop over het algemeen niet hoeft in te staan voor risico's en gebreken van de verkochte zaken die hem niet bekend zijn. Een koper accepteert deze risico's en tracht daarmee winst te maken. Dit uitgangspunt zou ook op effecten van toepassing zijn. Ten tweede kan het aannemen van een prospectusplicht tot aanzienlijke praktische complicaties leiden. Voor het opstellen van een prospectus is namelijk de medewerking van het bestuur van de vennootschap nodig. Denkbaar is dat het bestuur partij zal kiezen voor de aandeelhouders. Onder deze omstandigheden kan het bestuur de executoriale verkoop van effecten eenvoudig dwarsbomen, bemoeilijken of aanzienlijk vertragen. Ten slotte wees de Hoge Raad erop dat het opstellen van een prospectus hoge kosten met zich kan brengen. Zeker bij een lage verwachte executieopbrengst kan dit een belemmering vormen voor een effectieve uitwinning van de effecten. Gelet op deze bedenkingen heeft de Hoge Raad een prejudiciële vraag aan het HvJ EU gesteld.

Eerder kwam al aan bod dat de Prospectusrichtlijn weinig ruimte laat voor een uitzondering in geval van executoriale verkoop. Afgezien van de mate van harmonisatie waarin de richtlijn voorziet (maximumharmonisatie, partiële harmonisatie, minimumharmonisatie), is het lidstaten niet toegestaan om minder bescherming te bieden dan de bepalingen in de richtlijn. Artikel 3 lid 2 Prospectusrichtlijn zondert reeds een aantal categorieën aanbiedingen uit van de prospectusplicht. Indien het aanbieden van effecten in een situatie van execu-

9. Hof Den Bosch 5 april 2011, LJN BQ0616, r.o. 3.5.1.

10. L.P. Broekveldt, Executoriaal en conservatoir verhaalsbeslag op aandelen in kapitaalvennootschappen en op certificaten daarvan, RMThemis 2011, nr. 6, p. 307.

11. In dit kader heeft advocaat-generaal Timmerman ook een goed onderbouwde en lezenswaardige conclusie geschreven.

riale verkoop aan deze uitzonderingen zou worden toegevoegd, dan wordt *de facto* minder bescherming geboden. Een en ander lijkt op dit moment niet mogelijk. Eventueel zou deze uitzondering in 2016 bij de volgende herziening van de Prospectusrichtlijn kunnen worden meegenomen.

Interessant is voorts dat de Hoge Raad voorzichtig aannam dat de door de rechtbank bevolen wijze van executie een *aanbieding van effecten aan het publiek* is. Deze aanbevolen executiewijze kan wel worden aangemerkt als een aanbieding in de zin van artikel 5:1 Wft.<sup>12</sup> De Wft-definitie omvat immers ook een uitnodiging tot het doen van een aanbieding. Maar kwalificeert de aanbevolen executiewijze ook als een *aanbieding van effecten* in de zin van artikel 2 lid 1 onder d Prospectusrichtlijn? Aan het begin van deze bijdrage werd al gesignaleerd dat er verschillen tussen onze nationale en de Europese definitie bestaan. De woorden *voldoende informatie* in laatstgenoemde definitie kunnen vragen oproepen.<sup>13</sup> Zij lijken erop te duiden dat een mededeling voldoende informatie moet bevatten om aanvaard te kunnen worden, teneinde een overeenkomst te sluiten. In de literatuur is ook wel betoogd dat de definitie in de Prospectusrichtlijn in overeenstemming met haar tekst ruim moet worden uitgelegd.<sup>14</sup> De definitie zou zowel een openbare schriftelijke aanbieding als een aanmoediging tot het doen van een dergelijke aanbieding omvatten. In dat laatste geval zou de aanbevolen executiewijze ook binnen het toepassingsbereik van de Prospectusrichtlijn vallen.

De Hoge Raad ging ten slotte in op de situatie dat de Prospectusrichtlijn van toepassing is op de executoriale verkoop van certificaten. Zou in dat geval artikel 53 lid 2 Vrijstellingsregeling (totale tegenwaarde van EUR 2.500.000) van toepassing kunnen zijn? Om de totale tegenwaarde te kunnen berekenen moet logischerwijs bekend zijn wat onder deze tegenwaarde wordt verstaan. De Hoge Raad overwoog dat bezwaarlijk kan worden aangenomen dat daarmee is bedoeld op de daadwerkelijk verkregen opbrengst bij verkoop. In dat geval zou de toepasselijkheid van de prospectusplicht immers pas achteraf kunnen worden vastgesteld. Duidelijk is dat de tegenwaarde vooraf bepaalbaar moet zijn. De totale tegenwaarde van een aanbieding bij executoriale verkoop zou moeten worden berekend aan de hand van de redelijkerwijs te verwachten opbrengst, aldus de Hoge Raad.<sup>15</sup> Dit geldt ook indien de redelijkerwijs te verwachten opbrengst aanzienlijk onder de waarde in het economische verkeer ligt. De Hoge Raad twijfelde echter aan de juistheid van zijn uitleg en stelde daarom prejudiciële vragen aan het HvJ EU.

In lijn met de conclusie bij het arrest van de Hoge Raad meen ik dat een te verwachten opbrengst na executoriale verkoop meer strookt met de bedoeling van de Europese wetgever. De drempel van EUR 2.500.000 in de Prospectusrichtlijn voorziet in een evenwicht tussen enerzijds de belangen van (met name) niet-professionele beleggers die bescherming behoeven en anderzijds de belangen van kleinere ondernemingen die ook de kans moeten krijgen om de kapitaalmarkt te betreden. Het toepassen van een hypothetische waarde onder normale marktomstandigheden zou de executoriale verkoop van effecten in belangrijke mate compliceren. Voorts zou de prospectusplicht dan eerder van toepassing zijn. Naar mijn mening is een en ander niet wenselijk. Aangesloten zou moeten worden bij een in redelijkheid te verwachten opbrengst.

### Conclusie

In zijn uitspraak van 28 september 2012 oordeelde de Hoge Raad over de reikwijdte van de prospectusplicht. De relevante regels in de Wft zijn gebaseerd op de Europese Prospectusrichtlijn. Zodoende dienen zij in het licht en de bewoordingen van de Prospectusrichtlijn te worden uitgelegd. Op grond van artikel 5:2 Wft dient bij een aanbieding van effecten aan het publiek een goedgekeurd prospectus algemeen verkrijgbaar te worden gesteld. Op deze prospectusplicht geldt een aantal uitzonderingen. Een aanbieding in geval van executoriale verkoop valt hier echter niet onder. In dit kader overwoog de Hoge Raad dat afgaande op de bewoordingen van de Prospectusrichtlijn ook een executoriale verkoop van effecten onder de prospectusplicht valt. De Hoge Raad achtte deze uitleg echter niet boven redelijke twijfel verheven en stelde daarom een prejudiciële vraag aan het HvJ EU.

Een volgende vraag is hoe om te gaan met de prospectusplicht in een situatie van executoriale verkoop. Kan een beroep worden gedaan op een van de uitzonderingen? Hier is van belang dat geen goedgekeurd prospectus verkrijgbaar hoeft te worden gesteld bij een aanbieding waarvan de totale tegenwaarde, berekend per categorie en voor een periode van twaalf maanden, minder dan EUR 2.500.000 bedraagt. De totale tegenwaarde dient vooraf bekend te zijn, aldus de Hoge Raad. Zij moet ook bij een executoriale verkoop worden berekend aan de hand van de redelijkerwijs te verwachten opbrengst. Dit geldt ook indien deze opbrengst aanzienlijk onder de waarde in het economische verkeer ligt. Ook omtrent deze vraag wenste de Hoge Raad nadere duidelijkheid en stelde derhalve prejudiciële vragen aan het HvJ EU.

Hoewel de Hoge Raad in zijn uitspraak al een aantal aanvragen heeft gegeven, zullen wij voor definitieve antwoorden de uitspraak van het HvJ EU moeten afwachten.

12. C.M. Grundmann-van de Krol, annotatie bij HR 28 september 2012, JOR 2012, 327.

13. J. Willeumier, When to publish a prospectus? Scope of the Prospectus Directive: Obligation to publish a prospectus and exemptions, in: L. de Carlos Bertrán (red.), Raising capital in Europe, Richmond: Richmond Law & Tax Ltd, p. 42.

14. J.M. van Dijk, Mag het een onsje anders zijn?, Ondernemingsrecht 2006, nr. 17.

15. HR 28 september 2012, JOR 2012, 327, r.o. 3.9.