

100 JAAR VEB

Bundel ter gelegenheid van het honderdjarig bestaan van de
Vereniging van Effectenbezitters

 Wolters Kluwer

Deventer – 2024

Voorwoord

De Vereniging van Effectenbezitters, de belangenorganisatie van particuliere en sinds tien jaar ook professionele beleggers, viert dit jaar haar honderdjarig jubileum. Zij heeft het Van der Heijden Instituut gevraagd om in zijn Serie een jubileumboek op te nemen. In dit boek staan bijdragen over met name ondernemingsrechtelijke onderwerpen waaraan de VEB de afgelopen jaren veel aandacht heeft besteed. Door middel van juridische procedures heeft zij op haar manier aldus aan de ontwikkeling daarvan bijgedragen. Het gaat om: i) financieel recht en aansprakelijkheidsrecht; ii) het enquêterecht; iii) het collectieve actierecht; iv) corporate governance en engagement; v) accountants(aansprakelijkheid); en vi) duurzaamheid.

De redactie neemt deze jubileumbundel graag op in de Serie. In dit boek belichten de diverse auteurs de hierboven genoemde onderwerpen, met daarin bijzondere aandacht voor de rol van de VEB in verleden en toekomst. De auteurs hebben vaak zowel een wetenschappelijke achtergrond als ervaring in de praktijk. Naast een goed inzicht in de diverse wet- en regelgeving waarmee beursvennootschappen én belangenorganisaties te maken hebben, worden ook enkele knelpunten die in de praktijk zijn ontstaan en nieuwe ontwikkelingen zoals duurzaamheid belicht.

Voor wat betreft het onderwerp duurzaamheid gaat de (Europese) wetgever ervan uit dat *disclosure* over duurzaamheid kan bijdragen aan een betere allocatie van kapitaal om zo de klimaattransitie mogelijk te maken. De premisse is dat beleggers (particulier en professioneel) in toenemende mate duurzaamheidsaspecten bij hun beleggingsbeslissingen zullen moeten betrekken. Ook in hun engagement met beursvennootschappen worden belangenorganisaties opgeroepen deze aspecten expliciet mee te nemen bijvoorbeeld in hun gesprekken met beursvennootschappen, maar ook in het uitbrengen van hun stem op de algemene vergadering. De (mogelijke) rol van belangenorganisaties als de VEB krijgt daarbij bijzondere aandacht.

Deze bundel bevat dertig bijdragen. Zij wordt gepresenteerd tijdens een symposium op donderdag 13 juni 2024 in het Theater Diligentia te Den Haag. De wetenschappelijke leiding van het Van der Heijden Instituut dankt de auteurs en de redactie voor het mooie werk dat ze hebben geleverd. Dit boek geeft een fraai overzicht van de (rechts)ontwikkelingen op de hierboven genoemde onderwerpen en de rol die belangenorganisaties als de VEB daarbij (kunnen) spelen. De wisselwerking tussen

praktijk, wetenschap en (soms zelfs) wetgeving wordt op een fraaie wijze belicht. Met veel genoegen nemen wij dit boek in deze Serie op.

Prof. mr. C.D.J. Bulten (vz.)
Prof. mr. G. van Solinge
Prof. mr. M. van Olffen
Prof. mr. M.P. Nieuwe Weme
Prof. mr. J.B.S. Hijink
Mr. T. Salemink

INHOUDSOPGAVE

Voorwoord	V
1. <i>Mr. drs. G.J. Everts RA</i> Inleiding VEB 100 jaar	1
2. <i>Mr. drs. G.F.E. Koster</i> Rol en historie van de honderdjarige VEB (1924-2024)	17
Thema I Financieel recht en aansprakelijkheidsrecht	129
3. <i>Drs. P-W. van Gerwen RBA</i> Een hoge lat zorgt voor een integere en transparante markt	132
4. <i>Mr. T.M. Stevens</i> “Everything is securities fraud”	147
5. <i>Mr. drs. A.C.W. Pijls</i> Het causaal verband bij prospectusaansprakelijkheid	159
6. <i>Prof. mr. drs. T.M.C. Arons</i> (Niet-)rechtstreekse bestuurdersnormering en subsidiariteit van bestuurdersaansprakelijkheid	187
7. <i>Drs. G.A. Möller</i> MiFID vraagt om vereenvoudiging	214
8. <i>Mr. dr. D.M.A. Gerdes & Mr. dr. R.E. van Lambalgen</i> Beleggingszaken bij Kifid	231
9. <i>Mr. dr. L.M. van Bochove</i> De betekenis van het <i>VEB/BP</i> -arrest voor het toepasselijk recht op beleggingsschadeclaims	248
Thema II Het enquêterecht	259
10. <i>Prof. mr. J.H.M. Willems</i> Van beleggingsbescherming en zeggenschapsverwerving	262
11. <i>Mr. drs. E.M. Soerjatin</i> De enquêtetprocedure: het onderzoek en de accountant	274
12. <i>Mr. J.H.M. van de Wiel & Mr. B.F.M. Knüppe</i> Van onder water naar boven Jan	291

Thema III Het collectieve actierecht en de collectieve afwikkeling van schikkingen	311
13. <i>Mr. K. Rutten, mr. T.C.A. Dijkhuizen & mr. Y. Pletting</i> Van carriage disputes naar carriage <i>coordination</i>	314
14. <i>Mr. drs. Q.L.C.M. Bongaerts</i> Financiering van collectieve acties	355
15. <i>Mr. drs. D.A.M.H.W. Strik</i> Afwikkeling van massaschade in <i>distressed</i> situaties	388
16. <i>Mr. dr. P.W.J. Coenen</i> Schikken voor beginners	417
17. <i>Mr. dr. R.M. Hermans</i> De vereniging als 305a-belangenorganisatie en de bij collectieve acties betrokken belangen	430
18. <i>Mr. P.N. Wakkie</i> VEB: strategische partij in vennootschapsland	444
Thema IV Corporate governance en engagement	453
19. <i>Drs. R. Abma</i> De AvA is dood. lang leve de AvA!	456
20. <i>Mr. C.R. Nagtegaal</i> “Tain’t what you do, (it’s the way that you do it)” – het uitstoten van minderheidsaandeelhouders na een openbaar bod	489
21. <i>Mr. dr. J.G.C.M. Galle & prof. mr. H.M. Vletter-van Dort</i> Cybersecurity en corporate governance; taak en engagement van de VEB met de RvC mede op basis van (aankomende Europese) regelgeving	506
Thema V Accountants(aansprakelijkheid)	529
22. <i>Drs. K. Douma</i> Limperg <i>revisited</i> : op weg naar <i>integrated audit</i>	532
23. <i>Mr. drs. J.F. Garvelink</i> Aansprakelijkheid van de accountant jegens beleggers: omvang zorgplicht en causaliteitsvraagstukken	546
24. <i>Mr. drs. J. van Overeem</i> Kroniek van drie fraudezaken	564
25. <i>Prof. dr. A. de Bos RA, drs. A.M. de Jong RA, J.E. Ooms MSc RA & prof. dr. M. Pronk</i> Ontwikkelingen in transparantie over fraude - de rol van het bestuur, de raad van commissarissen, de accountant, de aandeelhouders en de VEB	589

26.	<i>Prof. dr. mr. M. Pheijffer</i> Fraudemonster is – net als de VEB – een <i>Angstgegner</i> voor accountants	618
Thema VI Duurzaamheid		641
27.	<i>Prof. dr. M. Lückerath-Rovers</i> Langetermijnwaardecreatie: <i>people, planet én profit</i> , oftewel E-ESG	644
28.	<i>Mr. J.E.S. Hamster & mr. M. E. Coenraads</i> ESG begripsverwarring en beleggersbelangen	663
29.	<i>Prof. dr. mr. S. ten Have & mr. drs. M.D. Hendriks</i> Juist beleid: een kwestie van het goede goed doen	678
30.	<i>Drs. M.E. Janssen Groesbeek</i> Beleggen met ESG scoort laag op duurzaam	697
Tot slot		715
31.	<i>Ir. H.F.B. Keyner</i> VEB dankt juristen	718

1. Inleiding VEB 100 jaar

*Mr. drs. G.J. Everts RA*¹

Op 8 maart 2024 bestond de Vereniging van Effectenbezitters ('VEB') honderd jaar. Dat jubileum is reden voor feest. Het is een passend moment terug te blikken op de verstreken eeuw, maar ook naar de uitdagingen in de toekomst te kijken.

De VEB heeft in het kader van dit jubileum diverse bij de VEB betrokken auteurs gevraagd terug- en vooruit te blikken op relevante juridische ontwikkelingen. Wat zijn de *lessons learned* en wat zijn de verwachtingen en wensen voor de toekomst? Deze bundel is eind 2023 afgerond. Met ontwikkelingen daarna is geen rekening meer gehouden.

Deze inleiding begint met een korte introductie van de VEB. Daarna worden drie relevante uitgangspunten voor de succesvolle belangenbehartiging door de VEB besproken: goed functionerende kapitaalmarkten, de enquête als instrument van waarheidsvinding en het herstel van verhoudingen en tot slot de collectieve actie als verhaalsinstrument. Afgesloten wordt met een korte bespreking van de opzet van deze jubileumbundel.

1 De VEB in het kort

Sinds 1924 behartigt de VEB de belangen van beleggers. De VEB laat haar stem horen in de media en voert actie bij aantoonbare misstanden bij beursvennootschappen. Daarnaast is de VEB dé bron voor onafhankelijke beleggingsinformatie. De VEB komt op voor het belang van meer dan 1,9 miljoen beleggende Nederlanders en telt anno 2024 ongeveer 30.000 leden. De achterban van de vereniging bestaat voornamelijk uit particuliere beleggers.

De collectieve acties van de VEB hebben de afgelopen jaren geleid tot miljarden euro's compensatie voor beleggers. Ook voert de VEB meer principiële procedures, wanneer de rechten van aandeelhouders in het geding zijn.

Voorwaarde voor succesvol beleggen en vermogensopbouw zijn transparante kapitaalmarkten waarop beleggers op *faire* wijze hun rechten kunnen uitoefenen. De

¹ Mr. drs. G.J. (Gerben) Everts RA is per 1 oktober 2021 directeur van de Vereniging van Effectenbezitters.

VEB vertegenwoordigt beleggers actief in Den Haag en Brussel en houdt intensief contact met wet- en regelgevers, marktpartijen en andere belangenbehartigers.

De VEB bezoekt jaarlijks zo'n honderd aandeelhoudersvergaderingen, hoofdzakelijk in Nederland. De aandeelhoudersvergadering is het moment voor uitwisseling met de bestuurders en commissarissen die verantwoordelijk zijn voor het bestuur van beursvennootschappen en het interne toezicht daarop.

De VEB beoogt tot slot beleggers zo goed mogelijk te informeren over actuele ontwikkelingen in de financiële wereld. Door snel inhoudelijk te kunnen schakelen komen de analyses van de VEB direct terug in diverse media. Ook de eigen VEB-website en de VEB-app spelen daarin een centrale rol evenals haar beleggersservice (telefonische vraagbaak voor leden) en het magazine *Effect*.

2 Goed functionerende kapitaalmarkten

De wereldwijde kapitaalmarkten zijn de platformen waarop beleggers als verschaffers van risicodragend kapitaal opereren. Beleggers zijn een onmisbare schakel voor het functioneren van de economie en bredere welvaartcreatie. De VEB heeft zich ten behoeve van beleggers inmiddels honderd jaar inhoudelijk geroerd in vele beleidsdebatten, juridische acties en Nederland ontegenzeggelijk netter ingekleurd op het terrein van beleggersbescherming. Het honderdjarig bestaan van de VEB is de gelegenheid bij uitstek stil te staan bij de verworvenheden van honderd jaar actieve vertegenwoordiging van beleggers en de uitdagingen die er nog altijd zijn.

Een vergelijkende blik op de internationale kapitaalmarkten laat zien dat de verschillen groot zijn. De beleggingscultuur in de VS is jaloersmakend. Particulieren beleggen daar meer en bedrijven doen veel vaker een beroep op kapitaalmarkten. Nederland is in Europa een positieve uitzondering, maar Europeanen sparen en laten het investeren aan banken over. Europa is veel te gefragmenteerd en risicoschuw om financieel echt te kunnen concurreren met de VS.

Het ontbreken van een interne kapitaalmarkt met pan-Europese regels en bescherming zorgt voor suboptimale kapitaalallocatie en een blijvende competitieve achterstand. Er valt in Europa nog veel winst te boeken door fragmentatie weg te nemen en succesvolle systemen en praktische ervaringen in effectieve beleggersbescherming pan-Europees te verankeren. Op deze wijze weten beleggers zich beschermd ongeacht de jurisdictie waarin de belegger of de beursgenoteerde onderneming zich bevindt. Laat dat een van de belangrijkste randvoorwaarden zijn voor een functionerende kapitaalmarkt.

Op meerdere terreinen geeft Nederland hierbij goede voorbeelden van relatief succesvolle systemen en praktische ervaringen. Laten we in dit kader het enquêterecht en de collectieve actie nader beschouwen.

3 De enquête als instrument van waarheidsvinding en herstel van verhoudingen

In het verleden heeft de VEB veelvuldig gebruik gemaakt van het enquêterecht als instrument van waarheidsvinding en ter toetsing van het beleid en de gang van zaken van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Het enquêterecht is in 2012 grondig gewijzigd.² Op 1 januari 2013 is de Wet aanpassing enquêterecht in werking getreden waarmee de kapitaaleisen zijn aangepast voor kapitaalverschaffers van grote vennootschappen in art. 2:346 lid 1 sub b en c BW op basis van het SER advies *Evenwichtig Ondernemingsbestuur* uit 2008.³ Bij de vennootschappen met een geplaatst kapitaal van maximaal € 22,5 miljoen zijn kapitaalverschaffers bevoegd tot het indienen van een enquêteverzoek als zij minimaal 10% van het geplaatste kapitaal of een nominale waarde van € 225.000 vertegenwoordigen (art. 2:346 lid 1 sub b BW). Bij de vennootschappen met een groter geplaatst kapitaal dan € 22,5 miljoen zijn kapitaalverschaffers bevoegd tot het indienen van een enquêteverzoek als zij 1% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen of, als het gaat om een beursvennootschap met een groter geplaatst kapitaal dan € 22,5 miljoen, een beurswaarde van tenminste € 20 miljoen (art. 2:346 lid 1 sub c BW).

Volgens de minister in de MvT was deze aanpassing nodig omdat in de praktijk voor grote vennootschappen gold “dat een relatief klein aandelenbelang toegang geeft tot het enquêterecht”.⁴

In het onderzoek van de Tilburg Law School concluderen de onderzoekers dat de gestelde doelen van deze wetwijziging op de verschillende thema’s grotendeels zijn bereikt. Dit evaluatieonderzoek *Doelbereiking en effectiviteit van de Wet aanpassing enquêterecht in de praktijk* is begin 2018 afgerond en beslaat de periode van 1 januari 2013 tot 1 januari 2017. De onderzoekers merken daarbij op dat de met de Wet aanpassing enquêterecht ingevoerde ontvankelijkheidscriteria voor toegang tot de enquêteprocedure mogelijk een ongewenst negatief effect kunnen hebben op de toegankelijkheid voor kapitaalverschaffers van beursvennootschappen.⁵ Ook in de

2 Wet aanpassing enquêterecht (*Stb.* 2012, 274).

3 SER-advies, *Evenwichtig ondernemingsbestuur*, hoofdstuk 4, advies van 15 februari 2008, SER 08/01.

4 *Kamerstukken II* 2010/11, 32887, nr. 3, p. 7.

5 A.J.F. Lafarre, B.C.J. Schippers, S.F.W. van den Bosch, C.F. van der Elst & G.J.H. van der Sangen, *Doelbereiking en effectiviteit van de wet aanpassing enquêterecht in de praktijk*, WODC-rapport 2791, Tilburg University, Department Business Law 2018, p. 133 en A.J.F. Lafarre, B.C.J. Schippers, S.F.W. van den Bosch, C.F. van der Elst & G.J.H. van der Sangen, ‘De evaluatie van de Wet aanpassing enquêterecht’, *Ondernemingsrecht* 2018/66, p. 380-390, p. 380.

literatuur is sindsdien geconstateerd dat strikte toepassing van deze ontvankelijkheidscriteria ertoe leidt dat bij beursvennootschappen met een hoge beurswaarde maar een geringe nominale waarde van de aandelen, de toegang tot de enquêteprocedure beperkter is dan strookt met de bedoeling van de Wet aanpassing enquêterecht. De toegangseisen tot de enquêteprocedure behoeven aanpassing om te voorkomen dat beursvennootschappen met een hoge beurswaarde de toegang tot de enquêteprocedure kunnen bemoeilijken door een lage nominale waarde toe te kennen aan de geplaatste aandelen.⁶

Op 13 november 2023 is het Voorstel voor een Wet aanpassing geschillenregeling en verduidelijking ontvankelijkheidseisen enquêteprocedure (Wagevoe) bij de Tweede Kamer ahangig gemaakt.⁷ Het wetsvoorstel regelt ook een verduidelijking van de toegang van de enquêteprocedure voor kapitaalverschaffers van beursvennootschappen (belang van kapitaalverschaffer vertegenwoordigt ten minste 1% van het geplaatste kapitaal of een marktwaarde van ten minste € 20 miljoen).⁸

4 De collectieve actie als verhaalsinstrument

Op het gebied van het collectieve actierecht heeft de VEB zich in het heden en het verleden niet onbetuigd gelaten. Op 1 januari 2020 is de Wet Afwikkeling Massaschade in Collectieve Actie (WAMCA) in werking getreden. De collectieve actie oude stijl is nog van toepassing op (een) gebeurtenis(en) die heeft (hebben) plaatsgevonden vóór 15 november 2016 ook al is de procedure aangebracht na inwerkingtreding van de WAMCA per 1 januari 2020.⁹ Tevens is de collectieve actie oude stijl nog van toepassing op rechtsvorderingen die zijn aangebracht vóór inwerkingtre-

6 Vgl. Q.L.C.M. Bongaerts, 'Ge(mis)plaatst kapitaal', *Ondernemingsrecht* 2016/110, p. 547-554; J.H. Lemstra, 'Wet aanpassing enquêterecht; meer of minder toegang voor aandeelhouders?', *Ondernemingsrecht* 2017/115, p. 649-653; K. Spruitenburg, *De enquêtegerechtigden bij de NV en de BV (Serie van der Heijden Instituut nr. 153)* (diss. Nijmegen), Deventer: Wolters Kluwer 2018, p. 36-42.

7 *Kamerstukken II* 2023/24, 36469, nr. 2.

8 Voor een kritische reflectie op dit wetsontwerp Wagevoe: M.W. Jospheus Jitta, 'Een middel erger dan de kwaal opgelost?', *Ondernemingsrecht* 2023/89: "Door de voorgestelde regeling krijgen ook in 'kleine' beursvennootschappen aandeelhouders/certificaathouders die aandelen/certificaten houden met een beurswaarde van € 20 miljoen, in alle gevallen toegang tot het enquêterecht. Aandeelhouders/certificaathouders die in een 'kleine' beursvennootschap weliswaar ten minste 1% van het geplaatste kapitaal verschaffen, maar waarvan de waarde slechts een fractie van € 20 miljoen vertegenwoordigt, krijgen eveneens toegang tot het enquêterecht. De vraag is of dit wenselijk is. Het ontwerp gaat in dit opzicht in tegen de uitgangspunten van de wetwijziging van 2013. Het staat haaks op het uitgangspunt van de in 2013 ingevoerde alternatieve drempel, dat bij 'grote' beursvennootschappen aandelen/certificaten met een beurswaarde van € 20 miljoen toegang geven tot het enquêterecht, óók indien dit belang minder dan 1% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt."

9 Art. 119a lid 2 Overgangswet nieuwe Burgerlijk Wetboek, zoals gewijzigd door de Wet afwikkeling massaschade in collectieve actie (*Stb.* 2019, 130), art. III.

ding van de WAMCA.¹⁰ Een 305a-organisatie kan rechtsvorderingen instellen ter bescherming van gelijksoortige belangen van haar achterban. Rechtsvorderingen strekkende tot schadevergoeding in geld voor leden van deze achterban (dus niet van de 305a-organisatie zelf) waren onder het oude regime niet mogelijk. In de archetypische procedure die de VEB onder dit oude regime voerde, vorderde zij een verklaring voor recht dat de aansprakelijk gestelde partij (bestuurders, commissarissen of accountant) zijn taak niet naar behoren had vervuld en daarmee de wet of zijn zorgplicht jegens beleggers had geschonden. Vaak werd ook gevorderd dat de rechter over zou gaan tot een aansprakelijkheidsveroordeling van de aangesproken partij en dat deze tot schadevergoeding gehouden was. Dit laatste schuurde dan vaak met het verbod schadevergoeding in geld te vorderen (art. 3:305a lid 3 (oud) BW). Om kort te zijn, de VEB was best tevreden met dit oude regime. De rechter kon vaak in één tussenvonnis oordelen over ontvankelijkheid en vervolgens als er niet intussen een (collectieve) schikking was getroffen, een beoordeling ten gronde geven. Daarnaast gaf het bovenal flexibiliteit aan de schikkende partijen.

Het model onder de WAMCA waarin wel collectieve schadevergoeding gevorderd kan worden, is in dat opzicht een duidelijke verslechtering van de positie van de 305a-organisatie. Het aantal fasen en de marsroutes per fase doen disproportioneel aan. In de eerste fase volgt i) een antwoord van gedaagden met betrekking tot de volgende onderwerpen: 1. rechtsmacht Nederlandse rechter; 2. toepasselijkheid van de WAMCA en/of art. 3:305a (oud) BW op elk van de vorderingen; ii) mondelinge behandeling; en iii) een tussenvonnis over deze onderwerpen. In de tweede fase volgt i) een antwoord van gedaagden met betrekking tot de volgende onderwerpen: 1. ontvankelijkheid van elke 305a-organisatie volgens de WAMCA en/of art. 3:305a (oud) BW (afhankelijk van wat in de eerste fase is beslist); 2. financieringsovereenkomst; 3. toepasselijk recht; 4. (als de financieringsovereenkomst niet hoeft te worden aangepast) aanwijzing van een exclusieve belangenbehartiger; ii) mondelinge behandeling; en iii) een tussenvonnis over deze onderwerpen. In de derde fase: indien dit door partijen wordt verzocht: regiezitting over de inhoudelijke behandeling; indien dit wordt verzocht: gelegenheid het inhoudelijke deel van de dagvaarding te actualiseren door het nemen van een herziene conclusie van eis; antwoordconclusie van de gedaagden ten aanzien van de hoofdzaak; mondelinge behandeling; en (eind)vonnis.

10 *Kamerstukken II* 2018/19, 34608, 13. Art. 119a lid 1 Overgangswet nieuwe Burgerlijk Wetboek, zoals gewijzigd door de Wet afwikkeling massaschade in collectieve actie (*Stb.* 2019, 130), art. III. In de toelichting bij het amendement waarin dit overgangsregime is ingevoerd, wordt duidelijk hoe moet worden omgegaan met een reeks van gebeurtenissen die zowel vóór als na 15 november 2016 plaatsvonden. In dat geval geldt het regime dat van toepassing was op het moment dat de laatste gebeurtenis waarop de vordering betrekking heeft, heeft plaatsgevonden. Zie *Kamerstukken II* 2018/19, 34608, 13, p. 2. Zie ook Rb. Amsterdam 1 april 2020, ECLI:NL:RBAMS:2020:2842 (*Stichting Stop Online Shaming/Stichting Expertisebureau Online Kindermisbruik*), r.o. 3.2.

Na vier jaar ervaring sedert de introductie moeten we concluderen dat de zwaar opgetuigde WAMCA-procedure niet beantwoordt aan de doelstelling van de wetgever dat een collectieve actie dient om op een effectieve en efficiënte manier tot collectieve schadeafwikkeling te komen.

5 Opzet bundel

De jubileumbundel begint met een introducerend hoofdstuk van **Geert Koster** met daarin een korte geschiedenis van de eerste honderd jaar van de VEB. Koster bespreekt daarna de juridische rol die de VEB de afgelopen honderd jaar heeft gespeeld aan de hand van de elf belangrijkste juridische VEB-acties.

De bijdrages aan deze bundel zijn onderverdeeld in de volgende zes thema's:

- i) het financieel recht en het aansprakelijkheidsrecht;
- ii) het enquêterecht;
- iii) het collectieve actierecht en de collectieve afwikkeling via schikkingen;
- iv) corporate governance en engagement;
- v) accountants(aansprakelijkheid); en
- vi) duurzaamheid.

Hieronder worden de zes thema's en de individuele bijdrages kort toegelicht ter introductie.

(i) Het financieel recht en het aansprakelijkheidsrecht

Iedere belegger dient – gelijktijdig – over dezelfde informatie te kunnen beschikken. De door de Europese wetgever hiertoe opgestelde marktmisbruikregels zijn vervat in de Marktmisbruikverordening (*Market Abuse Regulation 2014*, MAR).

Paul-Willem van Gerwen onderstreept in zijn bijdrage het belang van transparantie voor de financiële markten en haar deelnemers. De MAR beoogt met de voornoemde openbaarmakingsverplichtingen deze transparantie te waarborgen. Van Gerwen gaat in zijn bijdrage in op enkele recente ontwikkelingen op Europees toezichtgebied.

In zijn bijdrage gaat **Tim Stevens** in op de betekenis van het centrale begrip van de MAR: 'voorwetenschap'. Voorwetenschap moet door uitgevende instellingen zo snel mogelijk openbaar gemaakt worden.¹¹ Terecht wijst Stevens in zijn prikkelende

11 Art. 17 MAR. Art 7 lid 1 MAR bepaalt: "voorwetenschap is niet openbaar gemaakte informatie die concreet is en die rechtstreeks of onrechtstreeks betrekking heeft op een uitgevende instelling of financiële instrumenten en die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van deze financiële instrumenten of daarvan afgeleide financiële instrumenten."

bijdrage erop dat (bijna) elke majeure misstand bij een uitgevende instelling, zij het fraude, schadelijke bedrijfsprocessen of producten of *bullying at the top*, voorwetenschap oplevert. Aandeelhouders zullen dan schadevergoeding van de uitgevende instelling vorderen vanwege het niet op tijd publiceren van voorwetenschap, terwijl de eigenlijke schadeveroorzaker buiten schot blijft.

Op 30 september 2015 lanceerde de Europese Commissie het *Capital Markets Union* (CMU) plan.¹² Ter uitvoering van dit CMU plan werd de Prospectusverordening 2017 ter vervanging van de Prospectusrichtlijn 2003 aangenomen.¹³ **Arnoud Pijs** geeft in zijn bijdrage een uitvoerige analyse over de causaliteitsproblematiek bij prospectusaansprakelijkheid. Misleidende mededelingen in het prospectus kunnen leiden tot een kunstmatig hoge uitgifteprijs van de aangeboden aandelen en/of een kunstmatig hoge beurskoers van de in de notering opgenomen aandelen. Beleggers die in de relevante periode de aandelen kopen, kunnen hierdoor koersschade lijden. Deze schade wordt definitief geleden op het moment dat de misleiding bekend wordt en de koersinflatie dientengevolge uit de koers loopt. Beleggers komen echter alleen voor schadevergoeding in aanmerking als en voor zover het koersverlies dat zij hebben geleden in voldoende causaal verband staat met de misleidende informatie in het prospectus.

De bijdrage van **Tomas Arons** gaat in op de aansprakelijkheidspositie van bestuurders van financiële ondernemingen bij eventuele schendingen van (EU) financieelrechtelijke toezichtsregels. Deze aansprakelijkheid is een subsidiaire; de normadressant is de financiële onderneming. In deze bijdrage blikt hij ook vooruit op de aansprakelijkheidspositie van bestuurders ten aanzien van EU-duurzaamheids-wetgeving zoals de CSDDD.

MiFID II¹⁴ regelt de marktstructuur in Europa door regulering van beleggingsondernemingen. Een belangrijk voorschrift voor beleggingsondernemingen is dat zij in beginsel bij het uitvoeren van orders het best mogelijke resultaat voor hun cliënten moeten zien te behalen, rekening houdend met de prijs, de kosten, de snelheid, de waarschijnlijkheid van uitvoering en afwikkeling, de omvang, de aard en alle andere voor de uitvoering van de order relevante aspecten.¹⁵ **George Möller** gaat in zijn bijdrage uitgebreid in op deze EU-wetgeving. Zijn stelling is dat het antwoord

12 Communication from the Commission - Action Plan on Building a Capital Markets Union, COM(2015)468.

13 Ovw. I considerans 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 [2017] PbEUL168/12.

14 Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU (herschikking) [2014] PbEU L173/349.

15 Art. 27 MiFID II.

op fragmentatie van het prijsvormingsproces van aandelen in Europa niet het verder compliceren van het systeem moet zijn, maar juist het vereenvoudigen ervan. De beste uitvoering (*best execution*) van een effectenorder tegen de laagste transactiekosten en de beste prijs kan niet worden bewerkstelligd door een systeem dat dreigt te bezwijken onder het gewicht van haar eigen regelgeving.

Regelgeving heeft geen betekenis zonder een adequaat handhavingsmechanisme. Deze handhaving kan publiekrechtelijk zijn georganiseerd. De AFM – en onder uitzonderlijke voorwaarden ESMA – kunnen onder toezicht staande partijen publiekrechtelijke maatregelen opleggen zoals een bestuurlijke boete of last onder dwangsom. In de regel kunnen zij geen schadevergoedingsregeling bewerkstelligen voor cliënten van beleggingsondernemingen of beleggers die gedupeerd zijn door een (onder toezicht staande) partij die de (EU) financiële (toezichts)regels of haar zorgplicht schendt. Cliënten van beleggingsondernemingen in Nederland kunnen zich voor compensatie melden bij het Klachteninstituut Financiële Dienstverlening (Kifid). In hun bijdrage schetsen **Daniel Gerdes & Randolph van Lambalgen** dat bij wijze van bindend advies getracht wordt geschillen op te lossen. Deze procedure biedt ruimte voor een op de zaak toegesneden aanpak, vooral omdat op ieder moment kan worden bemiddeld en omdat variatie mogelijk is in de diverse stappen in de procedure.

Een collectief actiegeschil kan een internationaal karakter hebben, bijvoorbeeld omdat de gedaagde partij in het buitenland is gevestigd. In dat geval is het geen gegeven dat de Nederlandse rechter bevoegd is van het geschil kennis te nemen en dat Nederlands recht van toepassing is. De EU kent uniforme regels van internationaal privaatrecht op grond waarvan de rechter zijn internationale rechtsbevoegdheid (Brussel Ibis-verordening) en het door hem op het geschil toe te passen recht (Rome I en II-verordeningen) moet bepalen. **Laura van Bochove** gaat in haar bijdrage in op de gevolgen van het *VEB/BP*-arrest van het Hof van Justitie van de Europese Unie (HvJ EU) voor het toepasselijk recht op beleggingsschadeclaims.

(ii) Het enquêterecht

In het verleden heeft de VEB veelvuldig gebruikgemaakt van het enquêterecht ter toetsing van het beleid en de gang van zaken van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen¹⁶.

Huub Willems schetst in zijn bijdrage in grote lijnen de inzet van de VEB voor zeggenschap van de aandeelhouder in enquêteprocedures en de op dat stuk geboekte resultaten. Het huidige beleid van de VEB lijkt vooral te zijn gericht op vergoeding van beleggersschade. In dit verband worden enkele door de VEB geëntameerde procedures en procedures waarin zij als belanghebbende heeft opgetreden, besproken.

16 Zie ook de eerder genoemde bijdrage van Geert Koster.

Ellen Soerjatin gaat in haar bijdrage in op de betrokkenheid van de accountant bij het onderzoek door de deskundigen in een enquêteprocedure, enerzijds als potentieel subject van het onderzoek en anderzijds als bron van informatie voor de onderzoeker(s). Om dit enigszins in de context te plaatsen, zet zij eerst in hoofdlijnen uiteen welke bevoegdheden de onderzoeker heeft, en hoe de Ondernemingskamer over het algemeen omgaat met de rol van buitenstaanders in het enquêteonderzoek. Soerjatin concludeert met een voorzet voor een handreiking hoe accountants kunnen omgaan met verzoeken van de onderzoeker om informatie of interviews.

Juliette van der Wiel & Ben Knüppe gaan in hun bijdrage in op de samenwerkingsafspraken tussen de VEB en curatoren in faillissementen. Bij faillissement van beursvennootschappen heeft de VEB in het verleden afspraken gemaakt met curatoren over de kostenverdeling van onderzoek. Het gaat dan om de kosten van het onderzoek naar de oorzaken en gebeurtenissen voorafgaand aan het faillissement en de rol van de bestuurders, commissarissen, accountant en eventuele andere derden daarbij. In de faillissementen van Landis en Van der Moolen vond dat onderzoek plaats door een door de Ondernemingskamer benoemde onderzoeker op basis van een enquêteverzoek van de VEB. Bij Imtech en Macintosh wordt het onderzoek door de curatoren zelf uitgevoerd. Bij Imtech en Macintosh heeft de VEB met de curatoren de afspraak gemaakt dat de VEB geen enquête zou starten, maar het oorzakenonderzoek van de curatoren afwacht. Van der Wiel & Knüppe wijzen in hun bijdrage op de eigenstandige rol van de curator en de belangen die hij te dienen heeft en de gevolgen hiervan voor zijn (on)mogelijkheid tot het overeenkomen van een exclusieve gezamenlijke proces- of schikkingsstrategie.

(iii) Het collectieve actierecht en de collectieve afwikkeling via schikkingen

Op het gebied van het collectieve actierecht heeft de VEB zich in het heden en het verleden niet onbetuigd gelaten.

Met de invoering van de WAMCA dient de rechter uit die belangenorganisaties op grond van art. 1018e Rv slechts één exclusieve belangenbehartiger aan te wijzen. Bij invoering van deze figuur was onzeker op welke wijze dit precies zou uitwerken. Concurrentie tussen de verschillende belangenorganisaties werd in de literatuur in ieder geval verwacht. De praktijk wijst inmiddels uit dat tussen de belangenorganisaties een strijd kan ontstaan over wie als exclusieve belangenbehartiger moet worden aangewezen: *een carriage dispute*. **Koen Rutten, Tom Dijkhuizen & Youp Pletting** doen in hun bijdrage ‘Van *carriage disputes* naar *carriage coordination*’ een voorstel voor een oplossing van dit collectieve probleem. Hoe kunnen dergelijke *carriage disputes* worden voorkomen of in ieder geval gestroomlijnd? In de visie van Rutten, Dijkhuizen & Pletting moet de wetgever het realiseren van *carriage coordination* stimuleren en *carriage disputes* ontmoedigen. Dat is mogelijk door het bereiken van een vorm van samenwerking of overeenstemming tussen de belangenorganisaties (voorafgaand aan de fase waarin de exclusieve belangenbehartiger

wordt aangewezen). Belangenorganisaties dienen volgens de auteurs een prikkel te krijgen om tot een ‘samenwerkings- en coördinatieprotocol’ te komen. Dat protocol komt in essentie neer op schriftelijke afspraken tussen de belangenorganisaties over de wijze van procederen en vertegenwoordiging van de achterban. Een belangrijk onderdeel van het samenwerkings- en coördinatieprotocol betreft de afspraken over de vergoeding van de kosten, waaronder de kosten van externe financiers.

Quirijn Bongaerts gaat in zijn bijdrage in op de financiering van collectieve acties. Zonder adequate financiering kunnen belangenorganisaties geen rechtsbescherming bieden in massaschadegevallen. Afgezien van die ene belangenorganisatie met diepe zakken, komt hier een belangrijke rol toe aan belangenorganisaties die zich gesteund weten door commercieel opererende (proces)financiers. Bij dergelijke financiers berust het bedrijfsmodel op de verstrekking van financiering in conflictsituaties. Dat betekent dat bij succes een vergoeding voor gemaakte kosten niet volstaat; er moet ook een reëel vooruitzicht bestaan op *return on investment*.¹⁷ Bongaerts gaat in op de manieren waarop belangenorganisaties een vergoeding voor hun kosten en, eventueel, risico en rendement kunnen genereren.

Voor situaties van massaschadeafwikkeling waarbij een solvete onderneming aan de rand van de afgrond staat (*distressed* situaties) doet **Daniella Strik** in haar bijdrage een voorstel voor de afwikkeling van deze massaschade. De door Strik genoemde situaties speelden bij *Steinhoff*, *DSB* en *Fortis/Ageas*. De uitvoerige bijdrage van Strik geeft een goed beeld van het spanningsveld tussen de verschillende stakeholders.

In zijn bijdrage gaat **Paul Coenen** in op de kunst van het schikken van beleggingsgeschillen. Dit vergt maatwerk. De bijdrage van Coenen biedt een inkijkje in de wijze waarop de VEB de afgelopen jaren de belangen van effectenbezitters heeft behartigd. Aan de hand van een zesttal prikkelende ervaringswijsheden blikt hij terug op zijn ervaringen in juridische procedures van de VEB.

Ruud Hermans bespreekt in zijn bijdrage welke belangen bij collectieve acties spelen en of er een tegenstrijdigheid is tussen het belang van institutionele belangenorganisaties als de VEB en belangen van de gedupeerden ter bescherming van wier belangen zij opkomt. Zijn conclusie is dat dat er inderdaad tegenstrijdige belangen zijn. Dit probleem speelt volgens hem natuurlijk niet alleen bij de VEB. Ook andere institutionele belangenbehartigers als FNV en CNV, de Consumentenbond en Vereniging Eigen Huis hebben ermee te maken. Het verdient volgens Hermans aanbeveling om in een volgende versie van de Claimcode specifieke regels op te nemen voor het omgaan met de belangen van onderscheiden groepen gedupeerden en de mogelijke tegenstrijdigheid tussen door de institutionele belangenorganisatie behartigde algemene belangen en de belangen van gedupeerden in een groepsactie.

¹⁷ *Kamerstukken II 2016/17, 34608, 3, p. 11.*