

ANNOTATIE

# De prospectusplicht bij executoriale verkoop van (certificaten van) aandelen

*S.C.M. de Visser-Wiggers*

*Annotatie bij Hoge Raad, 28-09-2012, ECLI:NL:HR:2012:BW7006 (OR-2012-0244)*

## 1. Introductie

Artikel 5:2 van de Wet op het financieel toezicht ('Wft') verbiedt het aanbieden van effecten aan het publiek zonder prospectus. In cassatie komt, kort gezegd, de vraag aan de orde of de prospectusplicht uit artikel 5:2 Wft zich ook uitstrekt tot de executoriale verkoop van (certificaten van) aandelen (hierna 'aandelen') en, zo ja, hoe het begrip 'de tegenwaarde van de aanbidding' in dat geval moet worden uitgelegd. De Hoge Raad besluit naar aanleiding hiervan de volgende drie prejudiciële vragen aan het Hof van Justitie van de Europese Unie ('HvJ EU') voor te leggen:

1. Dient art. 3 lid 1 van de Prospectusrichtlijn aldus te worden uitgelegd dat de daarin opgenomen prospectusplicht in beginsel (dat wil zeggen afgezien van de in de richtlijn opgenomen vrijstellingen en uitzonderingen voor bepaalde gevallen) ook van toepassing is op een executoriale verkoop van effecten?
2. (a) Indien het antwoord op vraag 1 bevestigend luidt, dient dan het begrip 'de totale tegenwaarde van de aanbidding' als bedoeld in art. 1 lid 2, punt h, van de Prospectusrichtlijn, aldus te worden uitgelegd dat bij een executoriale verkoop van effecten uitgegaan moet worden van de, met inachtneming van het bijzondere karakter van een executieverkoop, redelijkerwijs te verwachten opbrengst, ook indien de redelijkerwijs te verwachten opbrengst aanzienlijk onder de waarde in het economisch verkeer ligt?

(b) Indien het antwoord op vraag 1 bevestigend luidt, maar het antwoord op vraag 2(a) ontkennend luidt, hoe moet dan ‘de totale tegenwaarde van de aanbieding’ als bedoeld in art. 1 lid 2, punt h, van de Prospectusrichtlijn uitgelegd worden, in het bijzonder bij een executoriale verkoop van effecten?

## **2. Aanbieden van effecten aan het publiek**

Aangenomen dat de executoriale verkoop zodanig is vormgegeven dat sprake is van ‘aanbieden van effecten aan het publiek’ (zie hiervoor de noot van C.M. Grundmann-van der Krol bij Hoge Raad 5 oktober 2012 en onderhavige uitspraak in JOR 2012/328) valt niet uit te sluiten dat het HvJ EU oordeelt dat de prospectusplicht van toepassing is. Nu het opstellen van een prospectus in een zodanig geval tot praktische problemen kan leiden (het gebrek aan benodigde informatie en tijd, extra kosten en mogelijke prospectusaansprakelijkheid), bespreken wij hieronder een aantal mogelijke oplossingen waardoor onder de prospectusplicht uitgekomen kan worden waarbij wij als uitgangspunt de situatie nemen dat executoriaal beslag is gelegd op aandelen in een besloten vennootschap (die niet zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt). Zie hiervoor uitvoerig het proefschrift van G.C. van Daal, Executoriaal en conservatoir verhaalsbeslag op aandelen in kapitaalvennootschappen en op certificaten daarvan, Proefschrift Erasmusuniversiteit Rotterdam, Den Haag 2008.

## **3. Juridisch kader 474(g) Rv**

Artikel 474(g) Rv biedt rechters de mogelijkheid voorwaarden te stellen aan de executoriale verkoop van aandelen. De wetgever heeft er in dit artikel bewust voor gekozen de rechter aanzienlijke vrijheid gegeven om de ‘beste’ verkoopopbrengst te realiseren. Hierbij heeft de wetgever alleen bepaald dat ‘de wettelijke en statutaire bepalingen ter zake van vervreemding van aandelen moeten worden in acht genomen’. Hierop bestaat één uitzondering, namelijk indien deze wettelijke en statutaire bepalingen de executoriale verkoop onmogelijk zouden maken. Zie hierover de noot van C.J. Groffen bij Rechtbank Utrecht van 11 april 2012, JOR 2012/212 en J.D. van Vlastuin naar aanleiding van de uitspraak van de Rechtbank Amsterdam van 24 november 2011 in Beslag en Executie in de Rechtspraak nr. 1 maand 2012.

### **Prospectusplicht van toepassing bij executoriale verkoop van aandelen?**

Uit de (lagere) rechtspraak inzake artikel 474 (g) Rv volgt en ook in de literatuur wordt wel verdedigd dat bij de executoriale verkoop van aandelen de prospectusplicht niet in acht hoeft te worden genomen. Zie onder meer de aangehaalde literatuur in de conclusie van de A-G onder 3.19 e.v. bij dit arrest en de uitspraken van de Rechtbank Amsterdam van 24 april 2011 waar – mede onder verwijzing naar artikel 7:19 BW – geoordeeld werd dat de prospectusplicht

bij de executoriale verkoop van aandelen niet van toepassing is en tot slot de eerder genoemde uitspraak van de Rechtbank Utrecht van 11 april 2012 waarin geoordeeld werd dat de prospectusplicht niet toegepast hoeft te worden omdat (gevreesd moest worden dat) de vennootschap waarvan de aandelen executoriaal verkocht werden geen medewerking zou verlenen aan het opstellen van het prospectus en de prospectusplicht in dat geval de verkoop van de aandelen de facto onmogelijk zou maken.

Naar onze mening is dit niet juist en miskent het bovenstaande het karakter van de prospectusplicht. Allereerst kan de rechter niet – met een beroep op de 474(g) Rv – de prospectusplicht buiten toepassing verklaren. Bovendien moet artikel 5:2 van de Wft uitgelegd worden in het licht van de bewoordingen en het doel (het beschermen van beleggers en het waarborgen van de efficiency van de markt) van de Prospectusrichtlijn (Richtlijn 2010/73/EU van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot wijziging van Richtlijn 2003/71/EG, Pb L 327/1). Dat naar Nederlands recht op grond van artikel 7:19 BW de koper bij een executoriale verkoop minder bescherming heeft, doet daaraan niet af. Nog daargelaten dat aandelen ingevolge artikel 3:2 BW niet als zaken kwalificeren.

Afgaande op de bewoordingen van de Prospectusrichtlijn zien wij niet in waarom de prospectusplicht niet van toepassing zou zijn op de executoriale verkoop van aandelen. Indien gekeken wordt naar het doel van de Prospectusrichtlijn zijn zowel argumenten voor als tegen de toepasselijkheid van de prospectusplicht te vinden. Een exposé hierover gaat het bestek van deze noot te buiten. In beide gevallen is, met inachtneming van de uiteenlopende doelstellingen van de Prospectusrichtlijn, voor het antwoord van het HvJ EU op de eerste prejudiciële vraag van de Hoge Raad een creatieve interpretatie van het HvJ EU vereist.

#### **4. Praktische oplossingen**

Aannemende dat het HvJ EU oordeelt dat de prospectusplicht van toepassing is bij de executoriale verkoop van aandelen, zien wij verschillende mogelijkheden om aan de prospectusplicht te ontkomen door gebruik te maken van een vrijstelling of uitzondering.

Voor de volledigheid merken wij in dit verband allereerst op dat Nederland gebruik heeft gemaakt van de mogelijkheid vrijstelling te verlenen van de prospectusplicht indien de tegenwaarde kleiner is dan € 2,5 miljoen. Er kan onderscheid gemaakt worden tussen de situatie waarin de tegenwaarde van aanbidding kleiner is dan € 2,5 miljoen en de situatie waarin de tegenwaarde van aanbidding groter is dan € 2,5 miljoen.

Indien de tegenwaarde van de aangeboden aandelen kleiner is dan € 2,5 miljoen biedt artikel 53(2) Vrijstellingsregeling Wft de mogelijkheid deze aandelen zonder prospectus aan het publiek aan te bieden. Het relevante begrip in deze vrijstelling is 'tegenwaarde'. Met de A-G

menen wij dat voor de invulling van het begrip tegenwaarde (bij executoriale verkoop) kan worden uitgegaan van de in redelijkheid te verwachten opbrengst (zie de conclusie van de A-G onder 3.51-3.59) en dat er bij de diverse wijzen van verkoop verschillende tegenwaardes kunnen bestaan (zie de conclusie van de A-G onder 3.59). Indien het HvJ EU dienovereenkomstig oordeelt en vraag 2a van de Hoge Raad bevestigend beantwoordt dan zal het – mogelijk (moeten) zijn op voorhand te bepalen of de tegenwaarde van de aan te bieden aandelen meer of minder dan € 2,5 miljoen bedraagt.

Indien (i) de tegenwaarde van de aan te bieden aandelen groter is dan € 2,5 miljoen of (ii) indien het HvJ EU oordeelt dat de tegenwaarde op een andere wijze moet worden bepaald en er (op voorhand) geen (enkele) zekerheid bestaat over de tegenwaarde kunnen de uitzonderingen op de prospectuslicht wellicht uitkomst bieden. Wij denken aan artikel 5:3(a) Wft (aanbieding uitsluitend aan gekwalificeerde beleggers), artikel 5:3(b) Wft (aanbieding aan minder dan 150 personen niet zijnde gekwalificeerde beleggers) en artikel 5:3(c) Wft (de aangeboden aandelen kunnen slechts worden verworven tegen een tegenwaarde van ten minste € 100.000 per belegger). In de laatste twee gevallen dient wel het zogenaamde ‘wild west bordje’ in eventuele vermeldingsuitingen te worden opgenomen. Het wild west bordje houdt in dat duidelijk wordt gemaakt dat een bepaalde activiteit buiten het toezicht van de AFM geschiedt.

In geval de tegenwaarde van de aan te bieden aandelen groter is dan € 2,5 miljoen maar de vordering waarvoor verhaal wordt gezocht kleiner is dan € 2,5 miljoen zou overwogen kunnen worden slechts een gedeelte van de aandelen aan te bieden om onder artikel 53(2) Vrijstellingsregeling te kunnen vallen. Echter, in de praktijk zal dit (en in andere situaties waarin niet 100% van de aandelen in een vennootschap wordt aangeboden) doorgaans geen optie zijn, doordat er geen kopers te vinden zullen zijn voor een dergelijk belang.

Uit de Parlementaire Geschiedenis bij 474(g) Rv blijkt dat de executoriale verkoop van aandelen niet is gebonden aan bijzondere vormvoorschriften (MvT, Kamerstukken II, 1970/71, 11 288, nr 3, p. 7). Zowel onderhandse verkoop als verkoop in het openbaar is toegestaan. Hoewel 474(g) Rv dateert van ver voor de invoering van de Wft zou naar onze mening op grond hiervan de rechter ook mogen bepalen dat er wordt aangeboden (i) aan uitsluitend gekwalificeerde beleggers of (ii) aan minder dan 150 personen, niet zijnde gekwalificeerde beleggers, of (iii) tegen een tegenwaarde van ten minste € 100.000 per belegger. Wel zou de beslagdebiteur hier bezwaren tegen kunnen hebben en hiertegen inbrengen dat een dergelijke verkoop niet tot de ‘hoogste’ opbrengst leidt. Aangezien in deze drie gevallen de verkoop aan een beperking onderhevig is met als potentiële consequentie een lagere opbrengst, zal de rechter een belangenafweging moeten maken. Gezien het feit dat de rechter gehouden is de beste prijs na te streven is het niet op voorhand onmogelijk dat de

rechter in het voordeel van de executant zal oordelen.

Ter afsluiting: ook indien de prospectusplicht bij executoriale verkoop van aandelen van toepassing is, zijn praktische oplossingen voorhanden. Hierbij geldt wel dat bij de belangenafweging door de rechter om de voorgestelde aanbieding zodanig vorm te geven dat deze onder een vrijstelling/uitzondering valt, de inventiviteit van partijen en de mate waarin het voorstel tot aanbieding van effecten is geconcretiseerd van doorslaggevend belang zullen zijn.

\* Met dank aan Pieter de Visser, advocaat bij Simmons&Simmons.