

Handhaving prospectusaansprakelijkheid niet illusoir: vermoeden van causaal verband bij prospectusaansprakelijkheid

Mr. drs. A.C.W. Pijls en prof. mr. W.H. van Boom¹

Eerder verschenen in WPNR 2010 (nr. 6834), p. 194-200. De originele paginanummers staan tussen [haken] in de tekst aangegeven.

I. Inleiding

[194] 1. Op 27 november 2009 wees de Hoge arrest in de door Vereniging van Effectenbezitters (in de vorm van een collectieve actie) aangespannen procedure naar aanleiding van de roemruchte beursintroductie van internetbedrijf World Online.² Dit arrest kan zonder twijfel als een mijlpaal voor het Nederlandse prospectusaansprakelijkheidsrecht worden beschouwd. Het bevat belangrijke gedragsnormen voor de bij een beursintroductie betrokken actoren en daarnaast bevat het een aantal belangwekkende (dogmatische) verhandelingen over het misleidingsleerstuk van art. 6:194 e.v. (oud) BW (en onder het huidige recht art. 6:193a e.v. BW).³ In deze bijdrage willen wij ingaan op één specifieke, voor het prospectusaansprakelijkheidsrecht relevante kwestie. Deze betreft het oordeel van de Hoge Raad over het causaal verband tussen enerzijds de misleidende mededelingen en anderzijds de beleggingsbeslissing van de belegger.⁴ Het belangwekkende van dit oordeel is dat de Hoge Raad op grond van een EU-conforme⁵ interpretatie van art. 150 Rv. een vermoeden aanneemt voor het *condicio sine qua non*-verband (hierna: ‘csqn-verband’). Wij zullen dit oordeel plaatsen in het licht van eerdere jurisprudentie van de Hoge Raad betreffende het (bewijs van het) causaal verband in geval van schending van informatieplichten. In het bijzonder zullen wij stilstaan bij de jurisprudentie van de Hoge Raad over het (bewijs van het) causaal verband bij informatieverzuimen begaan door dienstverleners (denk aan de arts, advocaat of aanbieder van een effectenleaseproduct). De overeenkomst tussen deze

1 Verbonden aan de Erasmus School of Law Rotterdam als promovendus ondernemingsrecht resp. hoogleraar privaatrecht.

2 HR 27 november 2009, RvdW 2009, 1403 (Vereniging van Effectenbezitters en Stichting VEB-Actie WOL vs. World Online International NV, ABN Amro Bank NV en Goldman Sachs International).

3 Opgemerkt zij dat met de inwerkingtreding per 15 oktober 2008 van de regeling oneerlijke handelspraktijken (art. 6:193a-j BW), de implementatie van de richtlijn 2005/29/EG betreffende oneerlijke handelspraktijken, prospectusaansprakelijkheid jegens consumenten (lees: particuliere beleggers) beoordeeld moet worden aan de hand van deze nieuwe regeling, en dat art. 6:194 BW thans alleen nog van toepassing is op misleiding van iemand ‘die handelt in de uitoefening van zijn bedrijf’ (lees: professionele beleggers). Zie r.o. 4.10.2 van het arrest.

4 Opgemerkt zij dat in deze collectieve actie alleen het al of niet onrechtmatig handelen van de gedaagden in geschil was. Het causaal verband stond in deze procedure strikt genomen niet ter discussie. De desbetreffende overwegingen van de Hoge Raad zijn dus ten overvloede gegeven. Zie over het causaal verband bij prospectusaansprakelijkheid ook A.C.W. Pijls, ‘Het causaliteitsvereiste bij prospectusaansprakelijkheid’, *Ondernemingsrecht* 2009-4, p. 183-192.

5 Zoals bekend is sinds de inwerkingtreding van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (Verdrag van Lissabon) per 1 december 2009 de Europese Gemeenschap opgehouden te bestaan. Tot 1 december 2009 zou men ten aanzien van de hier bedoelde interpretatie daarom moeten spreken van een ‘gemeenschapsconforme’ interpretatie in plaats van een ‘EU-conforme’ interpretatie. In deze bijdrage kiezen wij ervoor om de terminologie zoals die geldt onder het Verdrag van Lissabon te hanteren.

categorie gevallen en het leerstuk van prospectusaansprakelijkheid is dat in beide gevallen de afnemer (de patiënt, cliënt of belegger) op basis van onjuiste en/of onvolledige informatie een beslissing moet nemen. Hoe in de onderscheiden gevallen met causaliteitsonzekerheid wordt omgegaan, kan wat ons betreft dus niet los van elkaar worden gezien. Tot slot zullen wij ingaan op de reikwijdte van het (mede) op het Europese recht⁶ gebaseerde vermoeden van csqn-verband.

Teneinde ons betoog te kunnen toespitsen op het (bewijs van het) causaal verband, wordt in deze bijdrage een groot aantal zaken buiten beschouwing gelaten. In de eerste plaats laten wij (de merites van) eerdergenoemde gedragsnormen rusten. Ook bespreken wij niet op welke gronden wordt geoordeeld dat sprake is van misleiding. Voorts abstraheren wij van de omstandigheid dat niet alleen het prospectus maar ook mededelingen buiten het prospectus om als misleidend zijn gekwalificeerd. Ook wordt geabstraheerd van de omstandigheid dat één van de emissie begeleidende banken zich schuldig heeft gemaakt aan marktmanipulatie. In het verlengde hiervan maken wij in ons betoog geen onderscheid tussen enerzijds de beleggers die (beweerdelijk) zijn misleid in de primaire markt en anderzijds de beleggers die (beweerdelijk) zijn misleid in de secundaire markt. Ook besteden wij geen aandacht aan het verschil in aansprakelijkheidspositie tussen enerzijds de uitgevende instelling en anderzijds de emissie begeleidende banken. Ten aanzien van deze gedaagden zullen wij simpelweg refereren aan de ‘openbaarmakers’ van het prospectus. Tot slot zij opgemerkt dat wij in deze bijdrage niet zullen ingaan op het belang van dit arrest voor het collectieve actierecht. [195]

II. Juridisch kader prospectusaansprakelijkheid

2. Allereerst een paar algemene opmerkingen over het leerstuk van prospectusaansprakelijkheid.⁷ Voor de aansprakelijkheid van de openbaarmaker van een prospectus is ten eerste vereist dat het door hem verspreide prospectus als misleidend wordt aangemerkt. De feitelijke vaststelling dat sprake is van een onjuist of onvolledig prospectus is hiervoor niet voldoende.⁸ Vast moet komen te staan dat het prospectus de beleggers ‘misleidt of kan misleiden en door haar misleidende karakter hun economische gedrag kan beïnvloeden’ (of in termen van de richtlijn oneerlijke handelspraktijken (OHP): ‘hun economische gedrag wezenlijk verstoort of kan verstoren’).⁹ Bij de beoordeling of dit het geval is, moet worden uitgegaan van de (vermoedelijke verwachting van de) ‘gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger tot wie de mededeling zich richt of die zij bereikt’.¹⁰ Deze gemiddelde consument wordt door de Hoge Raad in de WOL-uitspraak de ‘maatman-belegger’ genoemd. Het prospectus kan volgens de Hoge Raad dan ook slechts als

6 Onder de terminologie zoals die gold tot 1 december 2009 zou het beter zijn om te spreken van een op het ‘gemeenschapsrecht’ gebaseerd vermoeden, zie vorige voetnoot.

7 Zie over de verschillende schakels van het misleidingsleerstuk in het kader van prospectusaansprakelijkheid ook A.C.W. Pijls, ‘Misleiding van het beleggende publiek, een oneerlijke handelspraktijk!’, *Ondernemingsrecht* 2008-9, p. 342-349.

8 Zie r.o. 4.10.4 tweede volzin. Vgl. art. 6:193b lid 2 BW, art. 6:193c BW en art. 6:193d BW.

9 Art. 2 lid 2 van richtlijn 84/450/EEG resp. art. 2 zonder e richtlijn 2005/29/EG.

10 De Hoge Raad hanteerde deze maatstaf eerder in het arrest HR 30 mei 2008, JOR 2008, 209, m.nt. De Jong, r.o. 4.2. De maatstaf is afkomstig uit het bekende Gut Springenheide-arrest, HvJEG 16 juli 1998, NJ 2000, 374, m.nt. Verkade.

misleidend worden aangemerkt, indien redelijkerwijs aannemelijk is dat de mededeling van *materieel belang* is voor de beleggingsbeslissing van deze ‘maatman-belegger’.¹¹

Staat eenmaal vast dat het prospectus misleidend was, en derhalve dat de openbaarmaker onrechtmatig heeft gehandeld, dan is voor toekenning van schadevergoeding vervolgens de vraag relevant of de eisende beleggers hierdoor *daadwerkelijk zijn misleid*, en hierdoor schade hebben geleden. Zij hebben alleen recht op schadevergoeding als (en voor zover) het door hen geleden koersverlies in causaal verband staat met het (verspreiden van het) misleidende prospectus. Hiervoor is (tenminste)¹² vereist dat er sprake is van een csqn-verband. Dit betekent dat vast moet komen te staan dat de eisende individuele¹³ belegger bij juiste en volledige informatie niet tot aankoop van het litigieuze aandeel zou zijn overgegaan. Dit csqn-verband bestaat uit twee afzonderlijke schakels. Ten eerste is de vraag of de belegger (direct of indirect) op het misleidende prospectus is afgegaan. Luidt het antwoord op deze vraag bevestigend, dan is vervolgens de vraag of de belegger bij zijn beleggingsbeslissing daadwerkelijk door het misleidende prospectus is beïnvloed. Hierbij zij opgemerkt dat de misleiding niet noodzakelijkerwijs *direct* hoeft plaats te vinden in die zin dat de belegger het prospectus daadwerkelijk zelf moet hebben gelezen. De misleiding kan ook *indirect* plaatsvinden doordat de belegger is afgegaan op een adviseur die het prospectus voor hem heeft gelezen, of is afgegaan op een door het misleidende prospectus teweeggebrachte positieve marktstemming (in welk geval de markt het prospectus voor hem heeft gelezen).¹⁴

III. Het (bewijs van het) causaal verband

3. Volgens de hoofdregel van art. 150 Rv. rust in beginsel op de belegger de bewijslast ter zake van het csqn-verband. Dat bewijs is echter problematisch, omdat een belegger zich bij zijn beleggingsbeslissing in het algemeen door een veelheid van factoren zal laten leiden. Bovendien valt door de belegger vaak niet aan te tonen dat hij daadwerkelijk heeft kennis genomen van het misleidende prospectus en ook valt vaak niet te bewijzen dat hij daadwerkelijk (direct of indirect) door het misleidende prospectus is beïnvloed.¹⁵ Volgens de Hoge Raad moet de belegger daarom in zijn bewijslast tegemoet worden gekomen:¹⁶

‘De door deze factoren veroorzaakte bewijsproblemen (...) brengen mee dat de door de (oude en nieuwe) prospectusrichtlijn beoogde bescherming van beleggers (...) in de praktijk illusoir kan worden (...).

Met het oog op die effectieve rechtsbescherming [de effectieve rechtsbescherming die op grond van de prospectusrichtlijn geboden moet worden volgens de regels van het nationale recht] en gelet op de met de prospectusvoorschriften beoogde bescherming van (potentiële) beleggers tegen misleidende mededelingen in het prospectus, zal tot uitgangspunt mogen dienen dat [csqn]-verband tussen de misleiding

11 R.o. 4.10.4 vierde volzin.

12 Het toerekeningsverband van art. 6:98 BW blijft in deze bijdrage buiten beschouwing.

13 Benadrukt zij dat de toets van het csqn-verband niet plaats vindt op het niveau van de maatman-belegger, maar op het niveau van de in concreto eisende belegger.

14 Vgl. R.o. 4.11.1 vierde volzin.

15 R.o. 4.11.1 derde volzin.

16 R.o. 4.11.2.

en de beleggingsbeslissing aanwezig is. Dit betekent derhalve dat in beginsel aangenomen moet worden dat, indien geen sprake van misleiding zou zijn geweest, de belegger niet (...) tot aankoop van de effecten zou zijn overgegaan. De rechter kan echter naar aanleiding van de over en weer aangevoerde argumenten (waarbij zo nodig de juistheid van daarbij aangevoerde feiten door de meest gereede partij aannemelijk moet worden gemaakt), en mede in aanmerking genomen de aard van de desbetreffende [196] misleidende mededeling(en) en de verder beschikbare informatie, tot de conclusie komen dat voormeld uitgangspunt in het concrete geval niet opgaat. Dat zal bijvoorbeeld het geval zijn indien aannemelijk is dat de beleggingsbeslissing is genomen voordat de desbetreffende misleidende mededeling openbaar gemaakt was. Overigens zal in het algemeen bij een professionele belegger, gelet op diens kennis van en ervaring met (het analyseren van) de beschikbare informatie en de relevante markt, eerder dan bij een particuliere belegger aanleiding kunnen bestaan voor de conclusie dat hij, ondanks de misleidende informatie in het prospectus, daardoor bij zijn beleggingsbeslissing niet daadwerkelijk is beïnvloed.’ (toevoegingen ACWP en WHvB)

4. De constructie die de Hoge Raad hier lijkt te hanteren om de belegger in zijn bewijsnood tegemoet te komen, is die van het rechterlijk vermoeden.¹⁷ Redenerend vanuit de vastgestelde normschending (en vanuit de strekking van de geschonden norm) wordt immers op voorhand als vaststaand aangenomen dat sprake is van een csqn-verband tussen het misleidende prospectus en de beleggingsbeslissing van de belegger. Dat betekent dat waarde wordt toegekend aan *indirect* bewijs, waarbij het csqn-vermoeden (mede) is gebaseerd op normatieve gronden. Het vermoeden is niet (louter) gebaseerd op in de procedure (direct) vastgestelde feiten en omstandigheden. In zoverre verschilt deze constructie van het zogenoemde voorshandse bewijsoordeel.¹⁸ Hoewel de Hoge Raad het woord ‘omkering’ in alle opzichten vermijdt, betreft de hier gehanteerde constructie ons inziens niets anders dan een omkering van de bewijsleveringslast. In vervolgproudures is immers de openbaarmaker als eerste aan zet om het vermoeden dat de belegger bij juiste en volledige informatie niet tot aankoop zou zijn overgegaan, te ontzenuwen. Men moge deze constructie niet verwarren met die van omkering van het bewijsrisico. Daarvan lijkt hier geen sprake te zijn. Weet de openbaarmaker ten aanzien van het op voorhand aangenomen csqn-verband namelijk voldoende twijfel te zaaien, dan wordt de vordering van de belegger afgewezen, zo begrijpen wij de redenering van de Hoge Raad.¹⁹ Niettemin impliceert de hier gehanteerde oplossing onmiskenbaar een verlichting van de bewijslast van de belegger, aangezien de kans dat het bewijsrisico zich aan zijn kant realiseert, aanzienlijk afneemt.²⁰

In het hiernavolgende maken wij geen expliciet onderscheid tussen de bewijspositie van de particuliere belegger en die van de professionele belegger. Wij volstaan hier met de constatering dat het door de Hoge Raad gehanteerde csqn-vermoeden zich weliswaar ook uit-

17 Zie over het tegemoetkomen van de gelaedeerde in zijn bewijslast in geval van (structurele) bewijsnood uitgebreid de dissertatie van I. Giesen, *Bewijs en aansprakelijkheid* (diss. Tilburg), BJu 2001.

18 Zie over het verschil tussen het rechterlijk vermoeden en het voorshandse bewijsoordeel onder meer de uitgebreide annotatie van Asser (onder NJ 2004, 305) bij de ‘november-arresten’ over de omkeringsregel van de Hoge Raad uit 2002. Zie over vermoedens in het algemeen ook W.D.H. Asser, *Bewijslastverdeling*, Deventer: Kluwer 2004, nr. 32-44.

19 Dan ontstaat het zgn. ‘non liquet’.

20 Vgl. Asser 2004, t.a.p., nr. 50.

strekt tot prospectusaansprakelijkheid jegens professionele beleggers, maar dat blijkens de slotzin van bovenstaande overweging dit door de openbaarmaker - in vergelijking met het vermoeden dat wordt gevestigd ten aanzien van particuliere beleggers – gemakkelijk(er) moet zijn te ontcrachten.

5. Dat de Hoge Raad – gegeven de door hem geconstateerde (structurele) bewijsnood – de belegger in zijn bewijspositie tegemoet komt, juichen wij van harte toe. Zou bij het bewijs van het csqn-verband namelijk strikt aan de hoofdregel van art. 150 Rv. worden vastgehouden, dan zouden de betrokken beleggers meestal met lege handen achterblijven. Gegeven de aan het aansprakelijkheidsrecht (en schadevergoedingsrecht) ten grondslag liggende functie van compensatie, is dit onwenselijk. Het is daarnaast ook onredelijk omdat in al deze gevallen de reële kans bestaat dat de belegger bij een juist en volledig prospectus niet in het litigieuze aandeel zou hebben geïnvesteerd. Hierbij valt te bedenken dat aangezien de geschonden norm (‘gij zult geen misleidend prospectus publiceren’) juist de strekking heeft om de belegger te beschermen, het niet onlogisch om de belegger in zijn bewijsnood tegemoet te komen. Doen we dat niet, dan nemen we de belegger met de ene hand (de hoofdregel van stelplicht en bewijslast) af wat we hem met de andere hand (de norm die ertoe strekt hem te beschermen) hebben gegeven. Ook vanuit het oogpunt van preventie lijkt het ons wenselijk om de belegger tegemoet te komen in zijn structurele bewijsnood. De gekozen oplossing draagt in elk geval bij aan de (materiële) verwezenlijking van de geschonden informatieplicht. Ook voorkomt zij dat door uitgevende instellingen begane informatieverzuimen privaatrechtelijk ongesanctioneerd blijven. Zou onverkort aan de hoofdregel van art. 150 Rv. worden vastgehouden, dan wordt de desbetreffende informatieplicht onvoldoende (privaatrechtelijk) gehandhaafd en daarmee dreigt zij – en daarmee het leerstuk van prospectusaansprakelijkheid - een papieren tijger te worden.

IV. EU-conforme interpretatie van art. 150 Rv.

6. Afgezien van het feit dat de door de Hoge Raad gekozen oplossing vanuit het oogpunt van beleggersbescherming aanspreekt, is het belang van de beslissing vooral gelegen in de normatieve grondslag van het vermoeden. Deze grondslag [197] betreft het Europeesrechtelijke effectiviteitsbeginsel (doeltreffendheidsbeginsel),²¹ dat in dit geval van zich doet spreken in haar gedaante van het beginsel van (het waarborgen van) effectieve rechtsbescherming.²² Voor zover wij weten is dit de eerste keer dat de Hoge Raad door middel van een EU-conforme²³ interpretatie van art. 150 Rv. een vermoeden van causaliteit introduceert. Ter adstructie van dit vermoeden knoopt de Hoge Raad aan bij de beschermende strekking van de (zowel oude als nieuwe) Prospectusrichtlijn.²⁴ Wat betreft de nieuwe Prospectusrichtlijn beroept hij zich hierbij mede op art. 6 lid 2,²⁵ dat bepaalt dat de lidstaten er zorg voor dragen dat de nationale wettelijke bepalingen inzake burgerrechtelijke aansprakelijkheid van toepassing zijn op degenen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus verstrekte informatie. De redenering is dat de effectieve werking van het Euro-

21 Zie over het Europeesrechtelijke effectiviteitsbeginsel uitgebreid Asser-Hartkamp 2008 (3-I), nr. 87-103.

22 Zie over deze toepassing van het effectiviteitsbeginsel Asser-Hartkamp 2008 (3-I), nr. 90.

23 Bewust spreken we van ‘EU-conforme’ interpretatie in plaats van – het beperktere begrip – ‘richtlijnconforme’ interpretatie, omdat het csqn-vermoeden mede lijkt te worden gestaafd op het Europeesrechtelijke effectiviteitsbeginsel (in haar toepassing van het verlenen van effectieve rechtsbescherming).

24 Richtlijn 80/390/EEG resp. richtlijn 2003/71/EG.

25 R.o. 4.11.1 zesde volzin.

pese recht (men zou ook kunnen zeggen – de ‘volle’ werking van het Europese recht) met zich brengt dat deze aansprakelijkheid in de nationale rechtsorde effectief (of doeltreffend) gerealiseerd moet kunnen worden. Zou (te) strikt aan de hoofdregel van art. 150 Rv. worden vastgehouden, dan is dit middel niet langer effectief. Wij voegen hieraan toe dat onder het huidige recht - waarvoor geldt dat het prospectusaansprakelijkheidsrecht ten aanzien van consumenten wordt beheerst door de regeling OHP - voor het hier bedoelde csqn-vermoeden (mede) een grondslag kan worden gevonden in art. 13 richtlijn OHP.²⁶ Dit artikel bepaalt dat de sancties die van toepassing zijn in geval van schendingen van de ter uitvoering van de richtlijn OHP vastgestelde nationale bepalingen, *doeltreffend*, *evenredig* en *afschrikwekkend* moet zijn.

V. Hoe verhoudt zich dit tot de *informed consent*-jurisprudentie?

7. De door de Hoge Raad in het World Online-arrest voor de causaliteitsonzekerheid gekozen oplossing krijgt vooral reliëf wanneer zij wordt afgezet tegen het oordeel van de Hoge Raad in eerdere arresten waarin de normschending was gelegen in schending van het vereiste *informed consent*. Zoals bekend wordt volgens vaste rechtspraak van de Hoge Raad de patiënt die onvoldoende is geïnformeerd over de risico's verbonden aan een ingreep (en die stelt tot een andere beslissing te zijn gekomen indien geen sprake was geweest van het informatieverzuim), niet door middel van een rechterlijk vermoeden in zijn bewijslast tegemoet gekomen.²⁷ Naar het oordeel van de Hoge Raad is het ingevolge de hoofdregel van art. 150 Rv. aan de patiënt om te bewijzen dat hij, indien hij op duidelijk wijze was ingelicht over het aan de voorgestelde behandeling verbonden risico, als redelijk handelende patiënt in de gegeven omstandigheden niet gekozen zou hebben voor de desbetreffende behandeling en/of dat hij om redenen van persoonlijke aard niet voor de behandeling zou hebben gekozen.²⁸ De bekende omkeringsregel acht de Hoge Raad in deze gevallen niet van toepassing. Een complicatie die optreedt na een operatie kan namelijk niet worden aangemerkt 'als een verwezenlijking van het risico dat door het tekortschieten door de [arts, ACWP en WHvB] in de nakoming van zijn informatieplicht in het leven is geroepen', aldus de Hoge Raad.²⁹ De informatieplicht van de arts strekt niet tot bescherming tegen het specifieke gevaar terzake van het ontstaan van schade als gevolg van een complicatie. In soortgelijke zin oordeelde Hoge Raad meer recent in het geval waarbij een advocaat had verzuimd zijn cliënt voldoende voor te lichten omtrent de risico's die verbonden zijn aan het executeren van een nog niet onherroepelijk geworden vonnis.³⁰ Deze op de advocaat rustende informatieplicht strekt ertoe zijn cliënt in staat te stellen goed geïnformeerd te beslissen.³¹ Zij strekt er niet toe de cliënt te beschermen tegen de risico's verbonden aan het treffen van rechtsmaatregelen, aldus de Hoge Raad.³²

26 Vgl. Pijls 2008, t.a.p. p. 348.

27 HR 23 november 2001, NJ 2002, 386 en HR 23 november 2001, NJ 2002, 387, m.nt. Vranken. Overigens verwijst annotator Vranken (sub 7) al naar de World Online-casus.

28 R.o. 3.5.6 resp. r.o. 3.5.5.

29 R.o. 3.5.5 resp. r.o. 3.5.4.

30 HR 2 februari 2007, NJ 2007, 92 en JA 2007, 43, m.nt. Van Boom.

31 R.o. 3.4.2.

32 Het bekende arrest HR 26 januari 1996, NJ 1996, 607 (Dicky Trading II) laten wij in deze bijdrage buiten beschouwing, omdat de in dat arrest geformuleerde versie van de omkeringsregel naar huidig recht niet meer lijkt te gelden. Zie over de relevantie van dit arrest voor causaliteitsonzekerheid bij beleggingsgeschillen A.C.W. Pijls, 'Het bewijs van causaal verband bij informatieverzuimen in de beleggingspraktijk', NTBR 2009-5, p. 172-174.

8. Het moet worden benadrukt dat de in het World Online-arrest gekozen oplossing niet direct noopt tot de conclusie dat over casusposities zoals die in deze *informed consent*-arresten aan de orde waren, in de toekomst anders moet worden beslist. De causaliteitsproblematiek is namelijk weliswaar verwant, maar zij is niet identiek. Bij prospectusaansprakelijkheid staat namelijk, zodra de normschending is vastgesteld, vast dat de fictieve maatman-belegger op het verkeerde been is gezet. De achtergehouden informatie was immers van ‘materieel belang’ voor zijn beleggingsbeslissing. Bij de vervolgvragen die in het kader van afdeling 6.1.10 BW beantwoord moeten worden, dient de rechter echter om te schakelen van de maatman naar de échte, individuele belegger. Voor het csqn-verband is [198] vervolgens dus de vraag of de individuele belegger bij juiste en volledige informatie de transactie niet zou zijn aangegaan. Zoals gezegd bestaat dit csqn-verband uit twee afzonderlijke schakels. Ten eerste is de vraag of de belegger (direct of indirect) van het misleidende prospectus heeft kennisgenomen. Vervolgens is de vraag of de belegger bij zijn beleggingsbeslissing daadwerkelijk (direct of indirect) door het misleidende prospectus is beïnvloed. De causaliteitsvraag die zich aandient bij de onvolledig en/of onjuist geïnformeerde patiënt is hieraan niet in alle opzichten identiek.³³ In de eerste plaats speelt in dit geval eerstgenoemde schakel geen rol. De patiënt heeft immers - anders dan de belegger met de uitgevende instelling - met zijn arts geen anonieme relatie. Dat betekent dat zodra het informatieverzuim van de arts is vastgesteld, bij het csqn-verband niet meer de vraag aan de orde is of de patiënt wel of niet van de (gebrekkige) informatie van de arts heeft kennis genomen. In de tweede plaats is in dit geval juist onzeker of de (fictieve) ‘maatman-patiënt’ bij juiste en volledige informatie een andere beslissing zou hebben genomen.³⁴ Anders dan bij prospectusaansprakelijkheid is dit laatste met het vaststellen van de normschending niet reeds gegeven. Dat zou mogelijk anders zijn indien sprake is van een informatieverzuim dat niet gelegen is in een fout van de individuele arts maar in een gebrekkig ziekenhuisprotocol dat ten onrechte bepaalde informatie achterwege laat die wél van ‘materieel belang’ is voor de ‘maatman-patiënt’. In dat geval zou bij het vaststellen van de onrechtmatigheid van het medische informatieverzuim de eis van ‘materieel belang’ voor de ‘maatman-patiënt’ (de ‘redelijk handelende patiënt’) al ingebouwd kunnen zijn in de normschending. Wellicht is er in dergelijke gevallen wel iets voor te zeggen om – analoog aan World Online – het rechterlijk vermoeden te hanteren dat de patiënt in de gegeven omstandigheden niet gekozen zou hebben voor deze behandeling? Uit het voorgaande concluderen wij dat – afgezien van de genoemde Europeesrechtelijke dimensie, welke in de *informed consent*-arresten niet aan de orde is – uit de door de Hoge Raad in het World Online-arrest gekozen oplossing niet direct mag worden afgeleid dat ook de patiënt jegens wie een informatieverzuim is begaan, onder alle omstandigheden met een csqn-vermoeden tegemoet moet worden gekomen. Dit laat echter onverlet dat het wringt dat in geval van een misleidend prospectus de bewijslast van de belegger (op Euro-

33 Opgemerkt zij dat een soortgelijke redenering opgaat voor de zojuist aangehaalde casus betreffende de door zijn advocaat onjuist en/of onvolledige geïnformeerde cliënt.

34 Zie de bewijslast zoals de Hoge Raad die voor de patiënt formuleert: ‘[de patiënt moet] ingevolge de hoofdregel van art. 177 [oud] Rv. (...) stellen en, zo nodig, bewijzen dat zij, indien zij op duidelijke wijze was ingelicht over het aan de voorgestelde behandeling verbonden risico (...), als redelijk handelende patiënt in de gegeven omstandigheden niet gekozen zou hebben voor deze behandeling en/of dat zij om redenen van persoonlijke aard niet voor deze behandeling zou hebben gekozen’ (toevoeging en curs. ACWP en WvHB), aldus HR 23 november 2001, NJ 2002, 386, r.o. 3.5.6 en HR 23 november 2001, NJ 2002, 387, r.o. 3.5.5.

peesrechtelijke gronden) wel wordt verlicht, terwijl in geval van schending van het vereiste van *informed consent* de bewijslast van de patiënt niet wordt verlicht. Hoe valt immers aan de onvolledig en/of onjuist geïnformeerde patiënt uit te leggen dat bij hem onverkort aan de hoofdregel van art. 150 Rv. wordt vastgehouden, terwijl de vanwege een misleidend prospectus onvolledig en/of onjuist geïnformeerde belegger bij het csqn-verband in zijn bewijslast tegemoet gekomen wordt?

VI. Het bewijs van causaal verband in de effectenlease-arresten

9. Ook in de effectenlease-arresten³⁵ van 5 juni 2009 oordeelde de Hoge Raad dat de bewijslast van de belegger bij het causaal verband moet worden verlicht. In de effectenlease-zaken was onder meer in geschil of er een (voldoende) causaal verband bestond tussen enerzijds de zorgplichtschending van de bank en anderzijds de door beleggers geleden schade (bestaande uit restschuld, rente en aflossingen). Met betrekking tot de zorgplichtschending door de bank bestaande uit het niet (indringend) waarschuwen van de belegger voor het risico van het ontstaan van een restschuld,³⁶ verweerde de bank zich met de stelling dat een krachtiger waarschuwing voor de aan het effectenleaseproduct verbonden risico's de belegger er niet van zou hebben weerhouden de overeenkomst aan te gaan. Het causaal verband (in de zin van csqn) tussen het schenden van de waarschuwingsplicht en de door de beleggers geleden schade kon daarom niet worden aangenomen, aldus de bank. De Hoge Raad oordeelt als volgt:³⁷

‘Indien ervan kan worden uitgegaan dat de financiële positie van de afnemer ten tijde van het aangaan van de overeenkomst toereikend was om zijn betalingsverplichtingen uit die overeenkomst (...) na te komen, zal - in verband met de omstandigheid dat de op de aanbieder rustende waarschuwingsplicht ook ertoe strekt te waarschuwen tegen het aangaan van onnodige risico's - het verweer van de aanbieder [199] dat de afnemer de overeenkomst ook zou zijn aangegaan indien de aanbieder niet in zijn zorgplicht was tekortgeschoten, in het licht van de desbetreffende stellingen van de afnemer voldoende concreet moeten zijn onderbouwd. Is deze onderbouwing niet genoegzaam, kan eveneens tot uitgangspunt worden genomen dat de afnemer zonder dat tekortschieten van de aanbieder in diens zorgplicht de overeenkomst niet zou hebben gesloten.’

Strikt genomen oordeelt de Hoge Raad hier niet dat de bewijslast (in de zin van bewijsleveringslast) moet worden omgekeerd. Hij overweegt niets meer en niets minder dan dat het verweer van de bank voldoende concreet moet zijn onderbouwd. Niettemin heeft deze op-

35 HR 5 juni 2009, RvdW 2009, 683-685.

36 De zorgplicht van de bank voorzag naast een waarschuwingsplicht ook in een (onderzoeks)plicht tot het inwinnen van informatie over de inkomens- en vermogenspositie van de belegger. Deze laatste plicht blijft hier buiten beschouwing, omdat zich op dit punt geen causaliteitsonzekerheid lijkt voor te doen. Op basis van algemene ervaringsregels is immers aannemelijk dat een belegger die vanwege zijn beperkte financiële draagkracht door zijn professionele dienstverlener wordt ontraden een bepaalde overeenkomst aan te gaan, inderdaad conform dit advies zal handelen.

37 HR 5 juni 2009, RvdW 2009, 683 (De Treek/Dexia), r.o. 5.5.3. Zie over de causaliteitsproblematiek bij effectenlease-geschillen ook de heldere bijdrage van A.J.P. Schild, ‘Het “condicio sine qua non”-verband bij de schending van een zorgvuldigheidsverplichting: enige wegen naar Rome’, RM Themis 2009-6, p. 254-264.

lossing onzes inziens erg veel weg van het hanteren van een rechterlijk vermoeden. Zou namelijk strikt aan de hoofdregel van art. 150 Rv. worden vastgehouden, dan moet - naar wij menen - het verweer van de bank worden aangemerkt als een gemotiveerde betwisting van de stelling van de belegger dat hij bij een (meer) indringende waarschuwing de overeenkomst niet zou zijn aangegaan. Door echter te overwegen dat op de bank de plicht rust om haar verweer voldoende concreet te onderbouwen, lijkt de Hoge Raad te sanctioneren dat het csqn-verband op voorhand als vaststaand aangenomen.³⁸ In het licht van het World Online-arrest is interessant dat de Hoge Raad het gehanteerde vermoeden in dit geval niet (mede) kon baseren op een Europeesrechtelijke grondslag.³⁹ De (normatieve) grondslag van het vermoeden betreft hier de 'omstandigheid dat de op de aanbieder rustende waarschuwingsplicht ook ertoe strekt te waarschuwen tegen het aangaan van onnodige risico's'. Over de causaliteitsproblematiek in de effectenlease-arresten valt eigenlijk nog veel meer te zeggen,⁴⁰ maar wij volstaan hier met de opmerking dat ook de in deze arresten gekozen oplossing op gespannen voet staat met eerdergenoemde *informed consent*-arresten. Wederom wringt het dat de bewijslast van de onvolledig geïnformeerde patiënt *niet* wordt verlicht, terwijl de bewijslast van de niet (voldoende) gewaarschuwde afnemer van een effectenleaseproduct *wel* wordt verlicht. Wij zien onvoldoende aanknopingspunten om dit relevante verschil in bewijspositie tussen beide gevallen te rechtvaardigen.

VII. Reikwijdte van het oordeel van de Hoge Raad

10. Tot besluit staan wij stil bij de reikwijdte van het (mede) op het Europese recht gebaseerde csqn-vermoeden. Natuurlijk realiseren wij ons dat de Hoge Raad in het World Online-arrest een oplossing moest bieden voor een concreet geval van beleggingsschade (dat lijkt uit te draaien op een nieuw geval van massaschade). Dat neemt niet weg dat in dit arrest in algemene zin een lans is gebroken voor een EU-conforme interpretatie van art. 150 Rv. Wij achten daarom geenszins uitgesloten dat rechters – eventueel daartoe door procespartijen uitgenodigd - in geval van (structurele) bewijsnood in de toekomst vaker met een beroep op het Europese recht de bewijslast zullen verlichten. Zij zullen vooral geneigd zijn dit te doen wanneer (in rechte is vastgesteld dat) door een professionele dienstverlener of handelaar jegens een consument een informatieplicht is geschonden en deze informatieplicht een Europeesrechtelijke herkomst heeft.⁴¹ Legt de consument vervolgens aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag dat hij bij juiste en volledige informatie zou hebben afgezien van de transactie, dan biedt het World Online-arrest een aanknopingspunt om bij het causaal verband ten gunste van de consument een vermoeden te hanteren.⁴² Wat

38 In gelijke zin A.J.P. Schild, t.a.p., p. 262.

39 De in de effectenlease-arresten vastgestelde zorgplichtschending is namelijk niet terug te voeren op aan de beleggers op basis van het Europese recht toekomstige rechten. Niet uitgesloten is echter dat dergelijke financiële producten in de toekomst – gelet op haar brede toepasbaarheid – (mede) door de wet OHP zullen worden bestreken. In dat geval zal er dus meer ruimte bestaan voor een EU-conforme verlichting van de bewijslast.

40 Zie hierover W.H. van Boom TvC 2009-6, p. 228-239 en A.C.W. Pijls MvV 2009-10, p. 250-262.

41 Benadrukt zij dat uitdrukkelijk niet bedoeld wordt dat de bewijslast ook wordt omgekeerd bij het vaststellen van de normschending.

42 Ten onrechte stelt A.J.P. Schild, t.a.p., p. 255-257 zich onzes inziens op het standpunt dat een omkering van de bewijslast ten aanzien van het csqn-verband thans al in art. 6:193j BW ligt besloten. Art. 6:193j (evenals art. 6:195 BW) keert de bewijslast alleen om ten aanzien van de materiële juistheid en volledigheid van de informatie en ten aanzien van de toerekenbaarheid van het onrechtmatig handelen. Zie hierover Pijls 2008, t.a.p., p. 345-348.

betreft de informatieplicht met een Europeesrechtelijke herkomst kan onder meer worden gedacht aan de (implementatie in het Nederlandse recht van de) in bijlage II van de richtlijn OHP genoemde informatieverplichtingen.⁴³ Denkbaar is dat onder omstandigheden informatiegebreken aan producten in de zin van art. 6:185 BW – welk artikel immers ook een Europese achtergrond heeft – ook een dergelijke behandeling ten deel zal vallen.

11. Men zou zelfs nog een stap verder kunnen gaan en kunnen betogen dat een EU-conforme interpretatie van art. 150 Rv. ook in beeld komt bij het bewijs van de (omvang van de) schade.⁴⁴ Men denke in dit verband aan het (in de beleggingspraktijk niet zelden voorkomende) verweer van de [200] financiële dienstverlener of uitgevende instelling dat de belegger als gevolg van het informatieverzuim geen (rechtens relevante) schade heeft geleden, omdat hij ook bij een andere beleggingsbeslissing geld zou hebben verloren. De redenering is dat de koersen over de gehele beurslinie zijn gedaald, zodat de belegger ongeacht voor welke alternatieve belegging zou zijn gekozen, hij sowieso koersverlies zou hebben geleden.⁴⁵ Uit de hoofdregel van art. 150 Rv. vloeit onzes inziens voort dat de belegger hier als eerste aan zet is om helderheid te verschaffen over de wijze waarop hij in de hypothetische situatie zonder normschending zijn geld zou hebben belegd.⁴⁶ Het is dus in beginsel aan hem om zijn stelling aannemelijk te maken dat hij bij juiste en volledige informatie zijn geld in een staatsobligatie zou hebben belegd, op een spaarrekening zou hebben gezet of in een oude sok zou hebben gestopt. Dit bewijs kan echter net zozeer problematisch zijn als het hiervoor besproken bewijs van csqn-verband tussen normschending en beleggingsbeslissing. Ook hier geldt dat wanneer het de belegger via de normale regels van stelplicht en bewijslast te moeilijk wordt gemaakt, dit aan een effectieve handhaving van het Europese recht in de weg staat. Vanuit het oogpunt van effectieve rechtsbescherming is daarom wederom verdedigbaar dat voormelde stellingen van de belegger op voorhand als vaststaand moeten worden aangenomen.⁴⁷ Het is dan aan de financiële dienstverlener of uitgevende instelling om aannemelijk te maken dat de belegger ook zonder het door haar begane informatieverzuim koersverlies zou hebben geleden.⁴⁸ Ook voor het bewijs van de (omvang van de) schade kan dus betoogd worden dat een EU-conforme interpretatie van art. 150 Rv. aangewezen is.

VIII Slot

Wat ons betreft kunnen – om in de sfeer van de beursgang van World Online te blijven – de duimen omhoog voor het World Online arrest. Het biedt een uitweg uit de inherente

43 Opgemerkt zij dat de consument zich niet noodzakelijkerwijs hoeft te beroepen op de regeling OHP. Beroept hij zich op art. 162 BW, dan biedt art. 25 Rv. de rechter voldoende ruimte om de zaak via de regeling OHP af te doen.

44 Zie overigens voor een pleidooi voor een EU-conforme interpretatie van het schadebegrip in het kader van de regeling OHP: W.H. van Boom, 'Inpassing en handhaving van de Wet oneerlijke handelspraktijken, TvC 2008-1, p. 10-11.

45 Benadrukt zij dat dit verweer ook als een csqn-verweer verpakt kan zijn. Het gaat dan wel om het csqn-verband tussen normschending en schade en niet om het csqn-verband tussen normschending en beleggingsbeslissing.

46 Anders dan Schild zijn wij van mening dat het hier niet om een bevrijdend verweer gaat, zie A.J.P. Schild, t.a.p., p. 261.

47 Dit hoeft overigens niet te betekenen dat daarmee het marktrisico (volledig) voor vergoeding in aanmerking komt. Welk deel van het koersverlies wordt vergoed, vergt een afzonderlijk partijdebat in de sleutel van art. 6:98 jo. 6:97 BW.

48 Opgemerkt zij dat deze constructie dicht aanligt tegen het hanteren van een abstract schadebegrip, in de zin van dat geabstraheerd wordt van de omstandigheid hoe de belegger in de hypothetische situatie zonder normschending zijn geld zou hebben belegd. Een EU-conforme interpretatie van art. 150 Rv. zou voor een dergelijke abstractie kunnen pleiten.

bewijsproblemen die (particuliere) beleggers ondervinden als zij zouden moeten bewijzen dat zij daadwerkelijk op het prospectus zijn afgegaan en dat zij daadwerkelijk van aankoop van het aandeel zouden hebben afgezien als het prospectus niet misleidend zou zijn geweest. Door de bewijslast ten aanzien van het csqn-verband te verlichten zoals de Hoge Raad in het arrest heeft gedaan, wordt een belangrijke brug geslagen tussen het verregaand geobjectiverde aansprakelijkheidsdeel – waar de objectieve ‘maatman-belegger’ en hetgeen voor deze belegger van ‘materieel belang’ is bij het nemen van zijn beleggingsbeslissing voorop staan – en het vooralsnog min of meer subjectieve schadevergoedingsdeel – waar de concrete benadeelde en hetgeen die al dan niet zou hebben gedaan in geval van een niet-misleidend prospectus, centraal staat. Door het slaan van deze brug brengt de Hoge Raad naar wij denken de collectieve (WCAM-)afwikkeling van schade ten gevolge van een misleidend prospectus dichterbij. Of het arrest ook een verlichting van de bewijslast van de onvolledig geïnformeerde patiënt dichterbij heeft gebracht, is vooralsnog onzeker. Wel komt met het World Online-arrest de eerdere *informed consent*-jurisprudentie van de Hoge Raad hoe dan ook in een ander daglicht te staan.