

202. Prospectusplicht niet van toepassing bij executoriale verkoop van effecten

MR. J.D. VAN VLASTUIN

Het Hof van Justitie van de Europese Unie (HvJEU) heeft op 17 september 2014¹ op een prejudiciële vraag van de Hoge Raad der Nederlanden voor recht verklaard dat artikel 3, lid 1 van de Prospectusrichtlijn zo moet worden uitgelegd dat de verplichting om een prospectus te publiceren voordat effecten aan het publiek worden aangeboden, niet van toepassing is op een executoriale verkoop van effecten. In dit artikel worden zowel de achtergronden als de gevolgen van deze beslissing besproken.

Historie

Tot¹ 2005 speelde de prospectusplicht geen rol bij de executoriale verkoop van aandelen. Dat veranderde toen de Autoriteit Financiële Markten (AFM) stuitte op een advertentie in een landelijk dagblad waarin de executoriale verkoop van aandelen op naam werd aangekondigd. Op grond van de toenmalige Wet Toezicht Effectenverkeer (Wte 1995) was het verboden om effecten in niet beursgenoteerde ondernemingen buiten besloten kring te verkopen indien geen goedgekeurd prospectus was opgesteld en algemeen verkrijgbaar was gesteld. De AFM heeft zich op het standpunt gesteld dat deze prospectusplicht ook van toepassing is op de executoriale verkoop van aandelen. In een daarover gepubliceerd artikel heeft mr. R. Verhoeven, medewerker van de AFM, dat standpunt toegelicht.² Ondanks de ook door haar gesignaleerde problemen,³ luidde het standpunt van de AFM dat bij de executoriale verkoop van aandelen in veel gevallen een goedgekeurd prospectus algemeen beschikbaar gesteld moet worden. In mijn reactie op het hiervoor genoemde artikel van Verhoeven⁴ heb ik aangevoerd dat de Wte is bedoeld om argeloze beleggers te beschermen. Kopers die bij een

executoriale verkoop een bod uitbrengen, zijn meestal professionele partijen die gewend zijn om goederen tegen een absolute bodemprijs, voetstoots, zonder enige garantie te kopen. De bescherming die de Wte beoogt te bieden, is daarom niet bedoeld voor executoriale kopers. Op grond daarvan heb ik betoogd dat prospectusplicht in strijd is met de aard van het executierecht. In dat artikel heb ik allereerst gepleit voor een generieke vrijstellingsregeling van de prospectusplicht bij een executoriale verkoop. Voor het geval die niet zou volgen, heb ik geadviseerd om in ieder individueel geval ontheffing van de prospectusplicht aan de rechtbank te vragen. Op grond van artikel 474g Rv is de rechtbank immers bevoegd om ontheffing van wettelijk of statutaire bepalingen te verlenen indien deze de verkoop onmogelijk maken.

Op 12 april 2006 heeft de rechtbank Roermond⁵ de executant toestemming gegeven voor de executoriale verkoop van in beslag genomen aandelen en daarbij vrijstelling van de prospectusplicht verleend. De rechtbank achtte de prospectusplicht en de daarmee geboden bescherming niet passen bij het karakter van een executoriale verkoop.

Niet iedere rechtbank heeft die benadering gevolgd. De rechtbank Arnhem⁶ heeft een verzoek om ontheffing van de prospectusplicht bijvoorbeeld afgewezen omdat niet aannemelijk was dat de verplichting tot het opstellen van een prospectus de verkoop onmogelijk zou maken. De vraag of de executant een prospectus kan laten opstellen, heeft de rechtbank wijselijk niet beantwoord. Ook na invoering van de Wet Financieel Toezicht per 1

1 Hof van Justitie van de Europese Unie d.d. 17 september 2014, Almer Beheer B.V. en Daedalus Holding B.V. contra Van den Dungen Vastgoed en Oosterhout II BVBA, ECLI:EU:C:2014:2226.

2 Mr. R. Verhoeven, Openbare executieverkoop van aandelen op naam en de prospectusplicht, Executief 2005 nr. 1, p. 4-7.

3 De AFM noemde naast de kosten van het opstellen van een prospectus, als grootste probleem dat de executant veelal niet over de benodigde informatie zal kunnen beschikken omdat de schuldenaar niet bereid is deze informatie te verstrekken.

4 Mr. J.D. van Vlastuin, De prospectusplicht bij aandelenexecutie, een reactie, Executief 2005 nr. 1, p. 9-10.

5 Rechtbank Roermond 12 april 2006 (Grolsch/Lindewegen), ECLI:NL:RBROE:2006:AW2019.

6 Rechtbank Arnhem 25 mei 2011, ECLI:NL:RBARN:2011:BR1172, NJF 2011/271.

januari 2007 is de prospectusplicht blijven bestaan en is niet voorzien in een algemene vrijstellingsregeling voor de executoriale verkoop. Dr. mr. G.C. van Daal heeft in zijn dissertatie over de aandelenexecutie in 2008⁷ opgemerkt dat de prospectusplicht niet past bij het karakter van een executoriale verkoop en hij concludeert dat sprake is van een onbedoelde toepasselijkheid. Uit niets blijkt immers dat de wetgever bij invoering van de prospectusplicht de executoriale verkoop op het oog heeft gehad of daar zelfs aan heeft gedacht.

De rechtbank Amsterdam heeft op 24 november 2011⁸ (in de zaak Toppod/Hoad) geoordeeld dat de prospectusplicht bij een executoriale verkoop van aandelen niet van toepassing is. De rechtbank merkt in die uitspraak op dat in het geval van een executoriale verkoop bij de kopers niet de verwachting bestaat dat zij volledig worden voorgelicht over de factoren die de waarde van de aandelen bepalen. Dit volgt volgens de rechtbank ook uit artikel 7:19 BW waar is bepaald dat in geval van een executoriale verkoop de koper zich er niet op kan beroepen – kort gezegd – dat de zaak niet aan zijn verwachtingen beantwoordt.

Een half jaar eerder heeft het Gerechtshof 's-Hertogenbosch met betrekking tot de Global Hail Group⁹ een beslissing van de rechtbank Breda van 27 december 2010 bekrachtigd waarbij is bepaald dat de beslaglegger slechts dat aantal (certificaten van) aandelen mag verkopen dat nodig is om de voldoening te bewerkstelligen van zijn vordering van € 500.000. Omdat dit bedrag ruimschoots blijft onder de tegenwaarde van € 2.500.000, waarvoor de vrijstellingsregeling van de Wft geldt, is de prospectusplicht volgens het Hof niet van toepassing. De rechtbank had overigens ook bepaald dat de prospectusplicht niet van toepassing was. Zij had die beslissing onderbouwd op grond van de overweging dat de Wft niet tot doel heeft om personen te beschermen die bij een executoriale verkoop bewust een risico nemen om winst te behalen, maar enkel strekt tot bescherming van beleggers en spaarders tegen malafide aanbiedingen, onvoldoende informatie en ondeskundig optreden van de ondernemers. Tegen de genoemde beslissing van het Hof is vervolgens cassatie ingesteld. Bij arrest van 28 september 2012¹⁰ heeft de Hoge Raad prejudiciële vragen gesteld aan het Hof van Justitie van de Europese Unie met betrekking tot de Prospectusrichtlijn. Het Hof van Justitie heeft deze vragen beantwoord in zijn arrest van 17 september 2014. De beslissing van het Hof van Justitie komt er kortweg op neer dat de prospectusplicht niet van toepassing is op de executoriale verkoop van aandelen.

7 Dr. mr. G.C. van Daal, *Executoriaal en conservatoir verhaalsbeslag op aandelen in kapitaalvennootschappen en of certificaten daarvan*, p. 83-84.

8 Rechtbank Amsterdam 24 november 2011, ECLI:NL:RBAMS:2011:BW7965 (Toppot/Hoad).

9 Gerechtshof 's-Hertogenbosch d.d. 5 april 2011, ECLI:NL:GHSHE:2011:BQ0616.

10 Hoge Raad 28 september 2012, ECLI:NL:HR:2012:BW7006.

De concrete zaak

Van den Dungen c.s. heeft op 11 december 2009 uit kracht van een in kort geding gewezen vonnis executoriaal beslag laten leggen op de certificaten van aandelen die Almer Beheer c.s. heeft in Stichting Administratiekantoor Global Hail, voor een vordering van € 500.000. Tegen dat kort geding vonnis was hoger beroep ingesteld. De rechtbank heeft de beslissing over verkoop van de aandelen aangehouden in afwachting van de uitspraak in hoger beroep, teneinde tegenstrijdige beslissingen en executiegeschillen te voorkomen. Nadat de uitspraak van de voorzieningenrechter in hoger beroep was bekrachtigd, heeft de rechtbank Breda bij beschikking van 27 december 2010 het verweer verworpen dat verkoop van de aandelen in strijd is met het doel van de Stichting Administratiekantoor. Omdat toepassing van de blokkeringsregeling de executoriale verkoop onmogelijk zou kunnen maken, heeft de rechtbank bepaald dat deze buiten toepassing blijft. De rechtbank heeft voorts bepaald dat de verkoop van de in beslag genomen certificaten van aandelen mag plaatsvinden binnen zes maanden door middel van een openbare verkoop bij inschrijving. In twee landelijke dagbladen moet een advertentie worden geplaatst waarin staat dat gegadigden binnen vier weken een schriftelijk bod dienen uit te brengen aan de deurwaarder en dat bij de verkoop slechts dat aantal certificaten zal worden verkocht dat nodig is om de voldoening te verkrijgen van het bedrag van € 500.000 (verhoogd met proces- en executiekosten).

In hoger beroep heeft het Gerechtshof 's-Hertogenbosch bij beschikking van 5 april 2011 de beslissing van de rechtbank bekrachtigd met dien verstande dat de termijn voor verkoop van de certificaten wordt verlengd tot zes maanden na de datum van de uitspraak van het Hof. Ook heeft het Hof enkele gronden verbeterd. Met betrekking tot de blokkeringsregeling heeft het Hof aangegeven dat niet de blokkeringsregeling uit de statuten van de vennootschap van toepassing is maar dat de in de administratievoorwaarden van de Stichting Administratiekantoor opgenomen blokkeringsregeling met betrekking tot de certificaten aan de orde is. Omdat de beide beslagene samen gerechtigd zijn tot alle in beslag genomen certificaten, oordeelt het Hof dat zij geen rechtens te respecteren belang hebben bij naleving van de blokkeringsregeling. De certificaten van de één zouden immers aan de andere beslagene aangeboden moeten worden (en andersom).

Met betrekking tot de prospectusplicht heeft het Hof benadrukt dat slechts voor € 500.000 aan certificaten verkocht zal worden, welk bedrag binnen de grenzen van de in de Wft opgenomen vrijstellingsregeling blijft. Indien de waarde van de certificaten hoger is dan het plafond voor de vrijstellingsregeling van € 2.500.000 bestaat volgens het Hof geen noodzaak voor de verkoop van alle certificaten.

Cassatie

Vervolgens wordt cassatie ingesteld. In de conclusie van

het Openbaar Ministerie¹¹ wordt aangegeven dat de prospectusplicht volgens de rechtbank Breda niet geldt bij een executoriale verkoop van aandelen terwijl het Gerechtshof 's-Hertogenbosch die vraag wijselijk in het midden heeft gelaten. De Advocaat Generaal schrijft: Ik ga niettemin op deze vraag – die voor de rechtspraak van belang is – in. De Advocaat Generaal benadrukt dat het nationale recht niet doorslaggevend is voor de vraag of de prospectusplicht van toepassing is op de executoriale verkoop van aandelen. De verplichting tot uitgifte van een prospectus vloeit immers voort uit de Europese Prospectus Richtlijn.¹² En deze Richtlijn geeft de Lidstaten weinig tot geen ruimte om in nationale regelgeving afwijkende of aanvullende regels te geven. De vraag of de prospectusplicht van toepassing is, kan daarom niet op basis van het nationale recht worden beoordeeld. Dat aspect was voorheen op geen enkele wijze ter sprake gekomen. De rechtbanken die eerder hebben aangegeven dat de prospectusplicht niet geldt bij een executoriale verkoop van aandelen, hebben die beslissing gebaseerd op artikel 7:19 BW of op artikel 474g lid 3 Rv. Ook in de gevallen waarin geen ontheffing van de prospectusplicht is verleend, is die beslissing gegrond op het feit dat niet was gebleken dat het moeten voldoen aan de prospectusplicht de executoriale verkoop onmogelijk zou maken, en derhalve gebaseerd op artikel 474g lid 3 Rv. Niet eerder is de stelling betrokken dat die vraag op grond van de Europese regels moet worden beoordeeld. Hoewel ik steeds heb aangevoerd dat de Nederlandse rechter die moet vaststellen binnen welke termijn en onder welke voorwaarden de executoriale verkoop van de aandelen moet plaatsvinden, bevoegd is om ontheffing van de prospectusplicht te verlenen, geef ik toe dat de door de Advocaat Generaal aangevoerde argumenten overtuigend overkomen.¹³ Zelf heb ik deze kwestie steeds gezien vanuit het perspectief van het Nederlandse executierecht. Hoewel de Advocaat Generaal concludeert tot verwerping van het cassatieberoep, geeft de Hoge Raad aan dat hij twijfelt of de Prospectusrichtlijn ook op een executoriale verkoop van in beslag genomen effecten van toepassing is. Daarbij acht de Hoge Raad het van belang dat bij de totstandkoming van de richtlijn geen kenbare aandacht is geschonken aan de bijzondere situatie van een executoriale verkoop van effecten, die duidelijk afwijkt van de situatie waarvoor de richtlijn is bedoeld. Bij een executoriale verkoop is immers geen sprake van een normale marktsituatie. De uitgewonnen goederen worden niet door de eigenaar of rechthebbende verkocht maar door de executerende schuldeiser, door tussenkomst van een deurwaarder. Ook hoeft de verkoper bij een executoriale verkoop niet in te staan voor risico's en gebreken van de verkochte goederen

die hem niet bekend zijn, en accepteert de koper dat die goederen daarmee behept kunnen zijn, hetgeen doorgaans leidt tot een aanzienlijk lagere opbrengst van de goederen dan bij een normale verkoop.

Daarnaast wijst de Hoge Raad erop dat de verplichting om een prospectus beschikbaar te stellen bij de executoriale verkoop van effecten, tot aanzienlijke praktische complicaties aanleiding kan geven. Voor het opstellen van een prospectus dat voldoet aan de eisen van de Prospectusrichtlijn is immers de medewerking van (het bestuur van) de desbetreffende vennootschap nodig. Niet zelden is het bestuur van de vennootschap echter gelieerd aan of identiek met de aandeelhouder van de vennootschap ten laste van wie de executie plaatsvindt, of zal het bestuur om andere redenen in het geschil tussen de executerende schuldeiser en de aandeelhouder partij kiezen voor laatstgenoemde. In die omstandigheden valt een constructieve samenwerking die noodzakelijk is om tot het opstellen van een deugdelijk prospectus te komen, veelal niet te verwachten. Daardoor kan door het bestuur van de vennootschap de executoriale verkoop van de effecten dan ook vrij eenvoudig gedwarsboemd, bemoeilijkt, of aanzienlijk vertraagd worden.

Tot slot merkt de Hoge Raad op dat met het opstellen van een deugdelijk prospectus over het algemeen aanzienlijke kosten gemoeid zijn, hetgeen juist in een situatie van een executoriale verkoop met de daarbij te verwachten lage executieopbrengst een belemmering vormt voor een effectieve uitwinning van de effecten. Weliswaar kan de aanwezigheid van een prospectus er mogelijk aan bijdragen dat de opbrengst van de executoriale verkoop hoger is dan het geval is bij een executoriale verkoop zonder prospectus, maar het blijft de vraag of de extra kosten van het opstellen van een prospectus daartegen zullen opwegen, terwijl het ook de vraag is of een executerende schuldeiser, vooruitlopend op een onzekere opbrengst, bereid zal zijn dergelijke kosten te maken.

Op grond van die bedenkingen heeft de Hoge Raad bij arrest van 28 september 2012¹⁴ aan het Europese Hof van Justitie de vraag voorgelegd of artikel 3 lid 1 van de Prospectusrichtlijn zo moet 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.

Hof van Justitie

Nadat de regeringen van Tsjechië, Duitsland, Nederland, Polen en Portugal en de Europese Commissie schriftelijke opmerkingen bij het Europese Hof hebben ingediend, heeft ook de Advocaat Generaal bij het Hof zijn conclusie genomen.¹⁵ De partijen uit de procedure die aanleiding heeft gegeven tot het stellen van deze prejudiciële vragen hebben afgezien van het indienen van opmerkingen. De

11 Van de hand van AG mr. L. Timmerman, ECLI:NL:PHR:2012:BW7006.

12 Richtlijn nr. 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 4 november 2003.

13 Op basis daarvan overweegt de rechtbank Amsterdam in haar beslissing van 4 september 2014 (ECLI:NL:RBAMS:2014:6038) dat zij (anders dan voorheen) vooralsnog van het bestaan van een prospectusplicht zal uitgaan.

14 ECLI:NL:HR:2012:BW7006.

15 ECLI:EU:C:2014:2026 (gepubliceerd op curia.europe.eu).

Advocaat Generaal E. Sharpston typeert een executoriale verkoop met behulp van een advertentie in twee landelijke dagbladen als een “aanbieding van effecten aan het publiek” waarop de prospectusplicht in beginsel van toepassing is. Zij benadrukt echter dat de prospectusrichtlijn geschreven lijkt te zijn voor verkoop van effecten op de wijze zoals deze doorgaans op een gereguleerde markt plaatsvinden. Uit niets blijkt dat de richtlijn er voor is bedoeld om ook te treden in de wijze waarop een executoriale verkoop moet plaatsvinden. Daarnaast benadrukt de Advocaat Generaal dat de bieder bij een executoriale verkoop het risico loopt dat zijn aankoop niet precies blijkt te zijn wat hij op het eerste gezicht lijkt. Hij kan echter niet dezelfde volledige informatie en garantie verwachten als waarop hij recht zou hebben wanneer hij goederen koopt in het gewone handelsverkeer. Ten slotte wijst de Advocaat Generaal erop dat het verkrijgen van de gedetailleerde informatie die nodig is om een prospectus op te stellen voor de aanbieder een welhaast onoverkomelijk probleem vormt en daarom de executoriale verkoop kan belemmeren. De Advocaat Generaal veronderstelt overigens (ten onrechte) dat de verkopende deurwaarder als aanbieder moet worden aangemerkt.¹⁶

Op grond van die overwegingen geeft de Advocaat Generaal het Hof in overweging om te bepalen dat Richtlijn 2003/71¹⁷ niet van toepassing is op de executoriale verkoop van effecten.

Het Hof heeft dat advies en de door de Advocaat Generaal geformuleerde argumenten overgenomen. In het arrest van 17 september 2014 verwijst het Hof ook nog uitdrukkelijk naar de considerans van de richtlijn waaruit blijkt dat deze ten doel heeft om beleggers te beschermen tegen de risico's die zijn verbonden aan de belegging in effecten. Een executoriale verkoop is van volstrekt andere aard. Ook wijst het Hof erop dat degene die de effecten executoriaal verkoopt, niet zelf de houder daarvan is. Voor het opstellen van een prospectus is de executant afhankelijk van de medewerking van de vennootschap. Het Hof wijst op het risico dat de vennootschap daar niet constructief aan zal meewerken. Ten slotte acht het Hof het in strijd met het executierecht dat de verkoop als gevolg van de prospectusplicht zal worden vertraagd en dat de kosten daarvan extra worden verhoogd.

De Europese Commissie heeft het Hof medegedeeld dat uitsluiting van de prospectusplicht in geval van executoriale verkoop, zal leiden tot discriminatie ten opzichte van degene die de effecten vrijwillig verkoopt. Het Hof is echter van oordeel dat door deze soorten verkoop dermate verschillende doelen worden nagestreefd, dat geen sprake is van gelijke gevallen. Indien ongelijke gevallen ongelijk

worden behandeld, leidt dat volgens vaste rechtspraak van het Hof niet tot discriminatie.

Samenvatting

Voor de executiepraktijk is deze beslissing van groot belang. Tot nu toe werd regelmatig (maar niet altijd) vrijstelling verleend van de prospectusplicht. Achteraf moet worden geconstateerd dat daarbij onvoldoende rekening is gehouden met de Europese oorsprong van de in de Wft opgenomen prospectusplicht. Gelukkig komt het Europese Hof tot dezelfde conclusie als de rechtbank Roermond die op 12 april 2006 als eerste heeft geoordeeld dat de prospectusplicht en de daarmee geboden bescherming niet passen bij het karakter van een executoriale verkoop.

Deze uitspraak van het Hof betekent overigens niet dat de Wft niet meer van toepassing is op de aandelenexecutie. Alleen met betrekking tot de prospectusplicht is bepaald dat deze niet van toepassing is op een executoriale verkoop van effecten. De in artikel 5:20 lid 3 en 4 Wft opgenomen verplichting om aan de potentiële kopers essentiële informatie te verstrekken die nodig is voor de beoordeling van het vermogen, de financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van vennootschap en informatie over de aan de effecten verbonden rechten, blijft in beginsel bestaan.

Omdat die verplichting niet is gebaseerd op een Europese richtlijn, heeft het Europese Hof zich daarover niet kunnen uitlaten. Op basis van alle in deze uitspraak genoemde argumenten geldt dat bij een executoriale verkoop geen hoge eisen gesteld kunnen en mogen worden aan de informatie die door de executant aan de potentiële kopers worden gesteld.

In theorie kan de uitspraak van het Hof leiden tot het omzeilen van de prospectusplicht door in plaats van een reguliere verkoop te kiezen voor een in scene gezette executoriale verkoop. Omdat de opbrengst in geval van een executoriale verkoop substantieel lager is dan bij een reguliere verkoop, dupeert de verkoper daarmee vooral zichzelf. Daarom denk ik dat dit inderdaad een theoretisch risico zal blijven.

16 De Hoge Raad heeft op 5 oktober 2012 (ECLI:NL:HR:BW9239) bepaald dat het verbod om effecten aan te bieden zonder prospectus zich richt tot degene die effecten aan het publiek wil aanbieden en niet tot personen die daarbij bemiddelen. Analoog daaraan kom ik tot de conclusie dat niet de deurwaarder maar de executant als aanbieder moet worden aangemerkt.

17 Richtlijn 2003/71/EG, Pb L 345/64.

Over de auteur

Mr. J.D. van Vlastuin is advocaat bij Bouwman Van Dommelen te Veenendaal