

## Zwijgen dat het gedrukt staat: van prospectusaansprakelijkheid naar risicoaansprakelijkheid met World Online

### Inleiding

Met het drukken van een op waarheid geïnspireerd prospectus ben je er nog niet. Zelfs in het hypothetische geval dat een prospectus volledig transparant is en alleen de absolute waarheid bevat, kan die nog misleidend zijn. Volledig accuraat is wat volstaat. Volledig accuraat ziet volgens het Hof Amsterdam ook toe op de informatie die buiten het prospectus door vertegenwoordigers van de onderneming wordt gegeven.

Naar aanleiding van de internetbubbel die knapte met de beursgang van World Online, heeft het hof de zorgplicht van de begeleidende bank of lead manager bij een beursgang aanmerkelijk opgeblazen.<sup>1</sup> Kort gezegd heeft het hof recentelijk bepaald dat het niet corrigeren van uitslatingen van vertegenwoordigers van de onderneming in de media misleiding van de lead manager kan opleveren. 'Buitenprospectuele aansprakelijkheid' voor de lead manager?

### Feiten

Als eerste Nederlandse internetaanbieder maakte World Online op 17 maart 2000 haar entree op de Amsterdamse AEX. De notering van het bedrijf aan het Damrak ging destijds met veel media-aandacht gepaard en de verwachtingen waren, mede door Europese precedenten als het Spaanse Terra Networks en het Britse Lastminute.com,<sup>2</sup> hoog gespannen. Terwijl de media het proces met de nodige scepsis volgde,<sup>3</sup> tekende het publiek massaal in bij de beursgang van het millennium. Bij de institutionele beleggers trad een overtekening op van 21 maal het aantal voor hen beschikbare aandelen; bij de particuliere beleggers bedroeg de overtekening een factor van bijna 24.<sup>4</sup>

De eerste notering van World Online overtrof met haar ongeveer 30 miljard euro de waarde van gerenommeerde beursgenoteerde ondernemingen als Unilever en Ahold.<sup>5</sup> Op 17 maart bedroeg de openingskoers EUR 50,20. Kort na de beursgang knapte de internetzeepbel en daalden de koersen van het aandeel World Online sterk. In de laatste week dat het aandeel nog een beursnotering had, december 2000, bedroeg de koers nog geen EUR 10. World Offline.

Voor de Vereniging van Effectenbezitters (VEB) was dit aanleiding voor een procedure tegen World Online en de joint lead managers die World Online bij haar beursgang begeleidden, ABN AMRO en Goldman Sachs. De VEB stelde dat niet alleen World Online, maar ook de joint lead managers de beleggers hadden misleid. De informatie in het prospectus zou onjuist of onvolledig zijn. De onduidelijkheid in het prospectus zou het gevolg zijn van uitslatingen van de voorzitter van het bestuur van World Online buiten het prospectus om. De lead managers zouden onvoldoende in het werk hebben gesteld om deze onduidelijkheid te corrigeren. Daarnaast zou World Online een aantal suggestieve persberichten hebben uitgegeven, waartegen evenmin zou zijn opgetreden. Deze persberichten zouden ook misleidend zijn.

### Prospectusaansprakelijkheid

Prospectusaansprakelijkheid vindt haar juridische grondslag in het leerstuk van de misleidende reclame (art. 6:194-195 BW) als species van de onrechtmatige daad. Bij een beursgang worden aandelen openbaar aangeboden en het prospectus wordt daarbij aangemerkt als de mededeling die openbaar wordt gemaakt. In de literatuur bestaat discussie over de vraag of het prospectus als een verzameling mededelingen moet worden opgevat of als één afzonderlijke mededeling.<sup>6</sup>

Het voordeel dat aansprakelijkheid voor informatievoorziening bij een beursgang onder de paraplu van het leerstuk van misleidende mededeling kan worden geschaard, is dat de belegger die zijn schade wil verhalen, een beroep toekomt op artikel 6:195 BW, dat een verlichting van zijn bewijspositie biedt. Op grond van dit artikel kan de rechter de bewijslast bij degene die het prospectus heeft uitgebracht als gedaagde leggen, zodat de belegger slechts gemotiveerd hoeft te stellen dat het prospectus misleidend is.<sup>7</sup>

### Misleidend?

Wanneer is een mededeling misleidend in de zin van artikel 6:194 BW? Wanneer zodanige nadelige eigenschappen of aspecten worden verzwegen dat er redelijkerwijs van kan worden uitgegaan dat een gemiddelde consument in de categorie tot welke de reclame is gericht, niet tot transactie betreffende het aangeprezen goed of de aangeprezen dienst zou zijn overgegaan als hij daarvan wel weet zou hebben gehad.<sup>8</sup> Een prospectus is een serieuzer geschrift dan de gemiddelde reclamefolder. Een prospectus heeft een voorlichtend karakter en wekt daarom eerder

---

1. Hof Amsterdam 3 mei 2005, LJN BA4343 (VEB/WOL c.s.).

2. NRC Handelsblad 2 maart 2000.

3. Zie bijv. World Online is een zeepbel, NRC Handelsblad 16 maart 2000.

4. Rb. Amsterdam 17 december 2003, LJN AO 0367 (VEB/WOL c.s.), punt 6e.

5. NRC Handelsblad 16 maart 2001.

---

6. Vgl. M.A. Blom, *Prospectusaansprakelijkheid van de lead manager* (diss. Tilburg), Deventer: Kluwer 1996, p. 190 en C.J.H. Jansen e.a., *Prospectusaansprakelijkheid*, Bankjuridische reeks, Amsterdam: NIBE-SVV 2003, p. 50.

7. Zie HR 8 mei 1998, NJ 1998, 888 m.nt. J.M.M. Maeijer en D.W.F. Verkade (Boterenbrood/MeesPierson), r.o. 3.8.3.

8. Kamerstukken II 1975/76, 13 611, nr. 6, p. 24.

een nauwkeurige en betrouwbare indruk. Om die reden mogen er aan de informatie in een prospectus dan ook hogere eisen worden gesteld dan aan de waarheidsgetrouwheid van de gemiddelde reclamefolder.

De norm waaraan de informatie in het prospectus moet voldoen, is tegenwoordig vastgelegd in Europese regelgeving,<sup>9</sup> die is geïmplementeerd in afdeling 5.1 van de nieuwe Wet op het financieel toezicht (Wft) (art. 5.13-5.19). De nieuwe Wft is op 1 januari 2007 in werking getreden;<sup>10</sup> de normen waaraan een prospectus ten tijde van de beursgang van World Online moest voldoen, waren neergelegd in de Wet toezicht effectenverkeer 1995, het Besluit toezicht effectenverkeer 1995, het Fondsenreglement en AEX-mededelingen.

De wettelijke norm wordt verder ingevuld door de onderzoeksplicht die op de lead manager rust en die is ontwikkeld in de jurisprudentie.<sup>11</sup> Niet alleen informatie die voorafgaand aan en ten tijde van de beursgang aan de uitgevende instelling bekend was, maar ook relevante informatie waarover de onderneming redelijkerwijs had moeten beschikken, hoort in het prospectus thuis. De belegger mag afgaan op de tekst van het prospectus.<sup>12</sup> Het misleidende karakter van een prospectus wordt niet weggenomen door beleggers de mogelijkheid te bieden om nadere inlichtingen te verkrijgen.<sup>13</sup>

### Aansprakelijkheid van de lead manager

De verantwoordelijkheid voor de inhoud van een prospectus berust niet alleen bij de emitterende instelling, maar ook bij het syndicaat van de banken dat de emissie begeleidt onder leiding van de 'lead manager'. De rol die

de lead manager speelt bij het samenstellen van het prospectus, en de naamsvermelding of 'ondertekening' van het prospectus door de syndicaatsleden, vormen de grondslag voor hun aansprakelijkheid voor de inhoud van het prospectus naast de uitgevende instelling.<sup>14</sup> Voor het vraagstuk van toerekenbaarheid, een van de vereisten van misleiding als species van de onrechtmatige daad, is daarvoor bijna geen ruimte.

#### *Omvang aansprakelijkheid: Coop*

In het *landmark*-arrest Coop<sup>15</sup> heeft de Hoge Raad de reikwijdte van de aansprakelijkheid van de lead manager ruim vastgesteld: een lead manager is verantwoordelijk voor (1) informatie in het prospectus, (2) informatie die niet in het prospectus staat en er wel had moeten staan en ook voor (3) mededelingen in de tekst van het prospectus die van een ander afkomstig zijn. Zoals gezegd rust op de lead manager een onderzoeksplicht.<sup>16</sup>

Het vereiste voor aansprakelijkheid van de lead manager is of er sprake is van een bepalen of doen bepalen van de inhoud en de inkleiding van de mededeling. Aan dit criterium is al snel voldaan, aangezien de lead manager door 'ondertekening' immers heeft aangegeven in te staan voor de inhoud van het prospectus. Door het openbaar maken van het prospectus heeft de lead manager door de keuze van de daarin opgenomen mededelingen, de inhoud en de inkleiding van die mededelingen zelf bepaald, ook indien die mededelingen van een ander afkomstig zijn.<sup>17</sup>

De Hoge Raad heeft de reikwijdte van de aansprakelijkheid van de lead manager in dit arrest vervolgens wel in zoverre beperkt dat een lead manager aansprakelijkheid kan ontlopen door het maken van een uitdrukkelijk voorbehoud dat bepaalde informatie niet van hem afkomstig is. De Hoge Raad overweegt:

'Zulks zal evenwel anders zijn indien degene die de tekst openbaar maakt, daarin op niet mis te verstane wijze tot uitdrukking brengt dat bepaalde mededelingen in de tekst niet van hem afkomstig zijn en dat hij niet voor de juistheid van die van een ander of van andere afkomstige mededelingen instaat.'<sup>18</sup>

#### *World Online*

Of niet? In *World Online* bepaalt het Hof Amsterdam dat een joint lead manager ook verantwoordelijk kan worden gehouden voor uitspraken die bestuurders in het openbaar hebben gedaan en die de lead manager onvoldoende heeft gecorrigeerd.

9. Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van richtlijn 2001/34/EG, Pb L 345; Verordening 809/2004 van de Europese Commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van richtlijn 2003/71 van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie wat de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opneming van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van advertenties betreft, Pb L 149.

10. De nieuwe Wet op het financieel toezicht (Wft) is op 1 januari 2007 in werking getreden en vervangt zeven financiële toezichtwetten. Het gaat daarbij om de Wet financiële dienstverlening (Wfd), de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995), de Wet toezicht kredietwezen 1992 (Wtk 1992), de Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb), de Wet toezicht verzekeringsbedrijf 1993 (Wtv 1993), de Wet toezicht natuuraanvaartverzekeringsbedrijf (Wtn) en de Wet melding zeggenschap (Wmz). De prospectusplicht en de vereisten voor de inhoud daarvan waren voorheen geregeld in de Wte 1995 en het Besluit toezicht effectenverkeer 1995.

11. HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade (Coop), r.o. 4.10 en 4.11.

12. Hof Amsterdam 22 oktober 1998, JOR 1999, 46 m.nt. Th.A.L. Kliebisch (NTM/Ofasec).

13. HR 8 mei 1998, NJ 1998, 888 (Boterenbrood/MeesPierson).

14. Blom 1996, p. 103.

15. HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 (Coop).

16. Af te leiden uit de verwijzing van de Hoge Raad naar de conclusie van A-G Mok in r.o. 4.3 en r.o. 5.6 van het bestreden arrest van het hof.

17. HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 (Coop), r.o. 5.6.

18. HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 (Coop), r.o. 4.3.

Dat het wekken van valse toekomstverwachtingen door functionarissen van de onderneming onrechtmatig kan zijn, had de Hoge Raad reeds bepaald in het arrest Philips/VEB.<sup>19</sup> Functionarissen van Philips hadden tijdens persconferenties, bijeenkomsten op de algemene vergadering van aandeelhouders en in het jaarverslag al te rooskleurige mededelingen – zo bleek kort daarna – gedaan over onder meer de verwachte omzettingen van de onderneming in het daaropvolgende kwartaal. De Hoge Raad oordeelde dat Philips daarmee onrechtmatig had gehandeld jegens beleggers die toen, vertrouwend op die informatie, tot aankoop van Philips-aandelen waren overgegaan. Er was in dit geval evenwel geen sprake van misleiding in de zin van de artikelen 6:194-195 BW, maar van een onrechtmatige daad, omdat er geen sprake was van het aanbieden van goederen of diensten.

In World Online definieert het hof de zorgplicht die bij een beursgang op een lead manager jegens de belegger rust, dusdanig ruim dat van hem ook mag worden verwacht dat hij (1) voorkomt dat een onjuist beeld ontstaat, bijvoorbeeld door voorafgaand aan persconferenties functionarissen van de onderneming te instrueren, en (2) indien een onjuist beeld is ontstaan, alles doet wat in zijn vermogen ligt om dit onjuiste beeld te corrigeren. Het opnemen van een disclaimer in het prospectus vrijwaart een lead manager niet ter zake.

Volgens rechtbank en hof was er sprake van omissies en onduidelijkheden in het prospectus. Onduidelijkheid over het aandelenpakket dat bestuursvoorzitter Nina Brink zelf al dan niet (al) had verkocht. Omissie in het prospectus was het achterwege laten van informatie omtrent de professionele loopbaan van Brink.<sup>20</sup> Daarnaast bestond er onduidelijkheid over een aantal essentiële bedrijfsgegevens die niet, onvolledig of onduidelijk in het prospectus waren opgenomen. De VEB verweet de gedaagden bovendien ‘een patroon van optimistische berichtgeving’.<sup>21</sup> De persberichten die World Online samen met gerenommeerde beursgenoteerde ondernemingen en investeerders in de periode kort voor en na de beursgang had uitgegeven, zouden misleiding van World Online en de banken opleveren.

De vorderingen van de VEB tegen World Online zijn in eerste aanleg toegewezen, maar de vorderingen tegen ABN AMRO en Goldman Sachs als joint lead managers had de rechtbank afgewezen. In hoger beroep zijn ook de vorderingen tegen ABN AMRO en Goldman Sachs toegewezen. De belangrijkste overweging van het hof luidt:

‘Op ABN AMRO en Goldman Sachs evenwel rustte tegenover de beleggers niet alleen de verplichting een juist beeld van World Online te geven in het prospectus, maar ook de zorgplicht om bij de begeleiding van de beursgang zo veel als mogelijk te voorkomen dat het juiste beeld werd verstoord teneinde te verhinderen dat beleggers zouden worden misleid. In dat verband mag van hen worden verlangd dat zij bijvoorbeeld de leiding van World Online deugdelijk hadden geïnstrueerd en de persconferentie van 1 maart 2000 zodanig hadden begeleid, dat er bij [A] en [B] geen onzekerheid was opgetreden wat nu wel en wat niet aan journalisten mocht worden meegedeeld vooruitlopend op het verschijnen van het prospectus. Nu een onjuist beeld niet is voorkomen, mocht van ABN AMRO en Goldman Sachs worden verlangd dat zij dit waar mogelijk corrigeerden, hetgeen zij niet hebben gedaan.’<sup>22</sup>

De strenge maatstaf die het hof in deze zaak hanteert, is des te opzienbarender aangezien World Online, Coopconform, het volgende voorbehoud had opgenomen:

‘No person has been authorized to give any information or to make any representation other than contained in this Offering Circular, and, if given or made, such information or representation must not be replied upon as having been authorized.’<sup>23</sup>

Het hof bepaalt hieromtrent echter:

‘De mededeling op pagina 3 van het prospectus dat uitsluitend mag worden afgegaan op de inhoud van het prospectus, vermog ook hen niet te vrijwaren indien en voor zover het gaat om mededelingen gedaan door functionarissen van World Online. In zoverre hebben ook ABN AMRO en Goldman Sachs onzorgvuldig gehandeld jegens de beleggers.’<sup>24</sup>

Dat ondanks dit voorbehoud de uitspraken van Brink in de media als vertegenwoordigster van de vennootschap aan World Online konden worden toegerekend, mag eigenlijk niet verbazingwekkend heten.<sup>25</sup>

Wat wel opzienbarend is, is dat:

1. het niet corrigeren van de opmerkingen van Brink de lead managers te verwijten viel;
2. het niet corrigeren daarvan kwalificeert als misleiding (omdat het prospectus daarmee onvolledig of onjuist zou zijn) en niet als onrechtmatige daad;<sup>26</sup>

19. HR 7 november 1997, NJ 1998, 268 m.nt. Maeijer (VEB/Philips).

20. Hof Amsterdam 3 mei 2005, LJN BA4343 (VEB/WOL c.s.), r.o. 2.10.4.

21. Rb. Amsterdam 17 december 2003, LJN AO0367, r.o. 7.2.

22. Hof Amsterdam 3 mei 2005, LJN BA4343 (VEB/WOL c.s.), r.o. 2.14.4.

23. Hof Amsterdam 3 mei 2005, LJN BA4343 (VEB/WOL c.s.), r.o. 2.21.4.

24. Hof Amsterdam 3 mei 2005, LJN BA4343 (VEB/WOL c.s.), r.o. 2.14.4.

25. Hof Amsterdam 3 mei 2005, LJN BA4343 (VEB/WOL c.s.), r.o. 2.13.9.

26. Zoals dat in VEB/Philips het geval was.

3. het onvoldoende weerspreken van een beeld dat in de media door journalisten is gecreëerd (en dus niet direct uitlatingen van de vennootschap of haar vertegenwoordigers betreft), ook misleiding van de lead managers oplevert, *zelfs al is de informatie in het prospectus juist*; en
4. de persberichten die door World Online na de beursgang zijn uitgegeven, ook misleiding van de banken opleveren, omdat zij hadden moeten anticiperen op nieuwe wetgeving en hadden moeten ingrijpen.<sup>27</sup>

### Conclusie en afsluitende opmerkingen

Na het Coop-arrest uit 1996 is sinds lange tijd weer een uitspraak gedaan die de reikwijdte van de aansprakelijkheid van de lead manager voor de informatievoorziening bij een beursgang verder definieert. World Online is niet alleen in lijn met Coop, maar gaat nog een stap verder: als een bestuurder van een onderneming uitlatingen over de onderneming doet die een verkeerd beeld opwekken, is ook de lead manager daarvoor aansprakelijk.

Daarmee wordt de onderzoeksplicht die op de leadmanager rust, aangevuld met een instructieplicht. Dat gaat ver. In Coop geeft de Hoge Raad als reden voor de prospectusaansprakelijkheid van de lead manager het ondertekenen van en daarmee instaan voor het prospectus. Hoe verhoudt zich dat tot het instaan voor de gedragingen van de vertegenwoordigers buiten het prospectus om? Moet de lead manager in de toekomst hand in hand met de bestuurder naar de roadshow? Uitlatingen van personen zijn immers veel lastiger te controleren dan onjuistheden of omissies in de tekst van het prospectus.

Voorts is het opmerkelijk dat het hof het niet corrigeren van de lead manager ogenschijnlijk ophangt aan de prospectusaansprakelijkheid van de lead manager. Door het niet corrigeren van de uitlatingen van de bestuurder én het niet ontzenuwen van misleidende berichtgeving in de media zou het prospectus misleidend zijn. Het lijkt erop alsof het hof daarmee buitenprospectuele aansprakelijkheid van de lead manager tot prospectusaansprakelijkheid maakt. Dat werpt de vraag op of het prospectus nu wel als één mededeling moet worden opgevat. Als dat het geval is, dan moet al het 'nalaten' van de lead manager inderdaad worden opgehangen aan zijn prospectusaansprakelijkheid. Aansprakelijkheid van een lead manager voor onvolledige informatie over een onderneming bij een beursgang zou echter ook onder de meer algemene noemer van de onrechtmatige daad kunnen worden geschaard.

Dat had helemaal voor de hand gelegen met betrekking tot het niet corrigeren van de informatie die World Online in de persberichten na de beursgang had gegeven. Immers,

dan is er in feite geen sprake meer van misleiding bij het aanbieden van goederen. De aandelen zijn immers al uitgegeven. Het hof ziet dat anders: de lead managers hadden moeten anticiperen op een ophanden zijnde mededeling en een 'stille periode' in acht moeten nemen. Het niet ingrijpen na de beursgang kwalificeert daarom ook als misleiding bij het aanbieden.

Verder is het opmerkelijk dat de kans op een geslaagd beroep op de disclaimer als disculpatiegrond vrijwel nihil is gebleken. Terwijl de Hoge Raad recentelijk nog heeft bepaald<sup>28</sup> dat 'boilerplate'-bepalingen in het internationaal contractenrecht wel een gehele overeenkomst kunnen beheersen, reduceert het hof de reikwijdte van een disclaimer in World Online tot vrijwel nul. Dat heeft natuurlijk te maken met het feit dat een 'boilerplate' ziet op contractuele en deze disclaimer op buitencontractuele aansprakelijkheid. Professionele wederpartijen hoeven minder rekening met elkaar te houden dan een bank met een belegger. De zorgplicht van een bank jegens de belegger wordt in dit arrest nog eens verder opgerekt. Dat is in lijn met de algehele tendens in de jurisprudentie over de rol van de bank tegenover de belegger, die men ook terugziet in effectenleaseland.

Overigens zal naar alle waarschijnlijkheid een van beide partijen cassatieberoep tegen de uitspraak van het hof instellen; het laatste woord over de zorgplicht van een lead manager bij een beursgang is daarmee nog niet gezegd.

*Mr. R. Hoorntje  
Allen & Overy*

---

<sup>27</sup>. Hof Amsterdam 3 mei 2005, LJN BA4343 (VEB/WOL c.s.), r.o. 2.21.6.

---

<sup>28</sup>. HR 19 januari 2007, RvdW 2007, 108 (Pontmeyer), besproken door J. Erwtelman, 'De schrijfmachine mijmert gekkepraat' – draften na Pontmeyer, V&O 2007, p. 65-67.