

## **Gelijktijdige beursintroductie Via Net op AEX en Nasdaq. Listing agent niet aansprakelijk.**

*Hof Amsterdam 7 oktober 2008, rolnr. 213/06 (Stichting Via.claim tegen Fortis Bank Nederland en Euronext Amsterdam)*

De niet al te succesvol verlopen beursgang van Via Net.works (hierna: 'Via Net') heeft al tot de nodige procedures geleid.<sup>1</sup> De beursgang heeft onder meer bekendheid gekregen door de rol die zij later heeft gespeeld bij het opstellen van procedureregels voor zgn. *dual listings*. Het hier te bespreken arrest betreft het hoger beroep<sup>2</sup> in de door de Stichting Via.claim ingestelde procedure tegen syndicaatslid (tevens optredend als listing agent) MeesPierson (tegenwoordig Fortis Bank Nederland NV, hierna: de 'Bank') en toenmalig beurshouder AEX (tegenwoordig Euronext). In deze noot beperk ik mij tot de procedure tegen de Bank. Voor wat betreft de procedure tegen Euronext volsta ik met de opmerking dat de aansprakelijkheid van Euronext wordt afgewezen en dat het hof de motiveringsgronden van de rechtbank tot de zijne maakt. Verder vertonen de desbetreffende overwegingen grote gelijkenis met een eerder dit jaar gewezen arrest waarin de tegen Euronext ingestelde vordering werd afgewezen.<sup>3</sup>

### **Feiten**

Op 11 februari 2000 zijn 14,3 miljoen nieuw uitgegeven aandelen Via Net toegelaten tot de notering aan zowel AEX als Nasdaq. Op dezelfde dag is het definitieve prospectus gepubliceerd. Het voorlopige prospectus was gepubliceerd op 19 januari 2000 en de mogelijkheid tot inschrijving werd aangekondigd op 25 januari 2000. Dit laatste gebeurde door middel van een zogeheten technische advertentie (hierna: de 'emissieadvertentie') in een tweetal dagbladen en in de Officiële Prijscourant van Euronext.

De Bank maakte deel uit van het internationale emissiesyndicaat dat de beursgang begeleidde. De Bank was belast met de plaatsing van aandelen bij beleggers buiten de Verenigde Staten en Canada en daarnaast trad zij in haar hoedanigheid van toegelaten instelling bij de AEX op als zgn. *listing agent*. Dit betekende dat zij ten behoeve van de beursintroductie namens het syndicaat de contacten onderhield met Euronext. Deze rol van de Bank stond als zodanig in de emissieadvertentie en in het prospectus vermeld en ook stond haar naam vet gedrukt op (voor- en achterzijde van) het prospectus.

De uitgifteprijs is vastgesteld op US\$ 21 (€21,31) en op 11 februari 2000 gepubliceerd. Op dezelfde dag zijn de aandelen aan de inschrijvers toegewezen. De belangstelling bleek zeer groot; de vraag was drieëndertig maal zo groot als het aanbod. De Bank kreeg - als lid van het syndicaat - uiteindelijk 434.500 aandelen toegewezen. Hiervan heeft zij met een aantal van 67.450 aandelen een zgn. *free retention* gevormd. Dit zijn aandelen die de Bank niet direct toewijst aan de

---

<sup>1</sup> Zie onder meer Rb. Amsterdam 26 mei 2004, *JOR* 2004, 205 (Bouter tegen Euronext) en in hoger beroep Hof Amsterdam 29 mei 2008, *JOR* 2008, 208; Rb. Rotterdam 27 juni 2003 (Fortis tegen AFM) en in hoger beroep Cbb 9 februari 2006, *Ondernemingsrecht* 2006-6, p. 246-248 met commentaar Jong & Olden. Daarnaast zijn er door particuliere beleggers de nodige procedures aangespannen tegen hun beleggingsonderneming vanwege het (op verzoek van de belegger) uitvoeren van bestensorders die leidden tot overkreditering.

<sup>2</sup> De uitspraak in eerste instantie is Rb. Amsterdam 21 september 2005, *JOR* 2005, 279 m.nt. R.P. Raas.

<sup>3</sup> Hof Amsterdam 29 mei 2008, *JOR* 2008, 208 (Bouter tegen Euronext).

inschrijvers, zodat zij hiermee op een later moment klagende inschrijvers tegemoet kan komen.

De officiële handel in aandelen Via Net werd op 11 februari 2000 om 15.30 uur (Nederlandse tijd) op de AEX geopend. Op dit tijdstip ging ook Nasdaq open en dit was het gebruikelijke tijdstip voor de handel in *dual listings*. Om 15.49 uur weet de hoekman op een koers van €89 een transactie tot stand te brengen.<sup>4</sup> Relevant feit hierbij is dat de hoekman bij deze koers aanvankelijk nog met een tekort van 32.000 aandelen kampte, maar omdat de Bank op verzoek van de hoekman bereid was 35.000 aandelen (afkomstig uit haar free retention!) aan te bieden, konden vraag en aanbod alsnog in evenwicht worden gebracht. Aldus kon de (evenwichts-)koers van €89 worden gerealiseerd. Op dit koersniveau zijn 707.187 transacties geregistreerd. In verband met dubbeltelling komt dit neer op iets meer dan 350.000 verkochte aandelen. Daarna zijn die dag geen andere transacties meer tot stand gekomen, waarmee de slotkoers €89 was. Op Nasdaq is de eerste transactie tot stand gekomen om 16.31 uur Nederlandse tijd tegen een koers van US\$ 41. In totaal zijn die dag op Nasdaq 2000 transacties tot stand gekomen tegen prijzen variërend tussen US\$ 38,50 en US\$ 52,374. Nasdaq sloot die dag op een koers van US\$ 49,813. Op maandag 14 februari 2000 opende de beurs met een koers van €50 en nadien is het met het aandeel vrij snel bergafwaarts gegaan. Eind december 2001 noteerde de koers 1 €

De beleggers die bij de inschrijving geen of (naar hun zin) te weinig aandelen toegewezen hadden gekregen, waren genoodzaakt na introductie de aandelen op de beurs te kopen. Velen van hen deden dit 'bestens', waardoor deze aankopen tegen de openingskoers van €89 zijn afgewikkeld. Het koersverlies dat op maandag 14 februari 2000 door deze beleggers werd geleden, is de dagen daarna niet meer goedge maakt. De ontevreden beleggers hebben zich nadien verenigd in de Stichting Via.claim (hierna: de 'Stichting') met als doel procedures in te stellen tegen (onder meer) de Bank. De Stichting behartigt de belangen van degenen die op of na vrijdag 11 februari 2000 aandelen Via Net hebben gekocht op de AEX en die door deze aankoop (beweerdelijk) schade hebben geleden (hierna: 'de Kopers'). Ik beperk mij hier tot de vorderingen die de Stichting heeft ingesteld in de vorm van een collectieve actie ex art. 3:305a BW en laat de vorderingen die zij instelt als cessionaris ter incasso onbesproken. Voor zover in hoger beroep nog van belang vordert de Stichting een verklaring voor recht dat de Bank onrechtmatig jegens de Kopers heeft gehandeld. Zij legt hieraan het volgende ten grondslag:

- a) de emissieadvertentie is misleidend in de zin van art. 6:194 BW, omdat de notering aan AEX eerder heeft plaatsgevonden dan de notering aan Nasdaq, zodat van gelijktijdigheid, waarvan in de emissieadvertentie sprake is, niet kan worden gesproken;
- b) het prospectus is misleidend in de zin van art. 6:194 BW, omdat in het prospectus ten onrechte niet wordt vermeld dat de Bank een gedeelte van de aan haar toegewezen aandelen Via Net als free retention heeft achtergehouden en voor eigen rekening heeft verkocht;<sup>5</sup> en
- c) de onder (b) genoemde handelingen van de Bank, los van de misleidende inhoud van het prospectus, kwalificeren ook als een zelfstandige onrechtmatige daad van de Bank jegens de Kopers.

---

<sup>4</sup> Voor een gedetailleerde beschrijving van de gang van zaken voorafgaand aan de eerste transactie verwijs ik naar r.o. 1.4 van het vonnis van de rechtbank.

<sup>5</sup> Opgemerkt zij dat de Bank niet optrad als stabilisator in de zin van art. 6.4 lid 1 van bijlage 6 Nadere Regeling 1999.

Rechtbank Amsterdam heeft alle vorderingen afgewezen. Van de tegen het vonnis gerichte grieven bespreek ik de volgende:

- (i) De grieven die zijn gericht tegen het oordeel van de rechtbank dat de stelling van de Stichting dat de emissieadvertentie misleidend is geen stand kan houden;
- (ii) De grief die is gericht tegen het oordeel van de rechtbank dat niet is komen vast te staan dat de Bank het prospectus heeft openbaar gemaakt en de grieven die ten betoge strekken dat het prospectus misleidend was vanwege het niet vermelden van de free retention;
- (iii) De grief die ten betoge strekt dat de Bank onrechtmatig heeft gehandeld jegens de Kopers, omdat de Bank de koers heeft gemanipuleerd door dat zij aandelen uit de free retention, toen bleek dat zij deze niet nodig had om klagende inschrijvers tegemoet te komen, niet onmiddellijk tegen de uitgiftekoers aan de inschrijvers heeft toegewezen. In plaats daarvan heeft de Bank deze aandelen tegen een substantieel hogere koers op de markt aangeboden. Subsidiar stelt de Stichting zich op het standpunt dat de bijzondere zorgplicht van de Bank zich ook uitstrekt tot de individuele Kopers.

De grieven betreffende de al of niet ontvankelijkheid van de Stichting laat ik buiten beschouwing.

### **Beslissing**

Ad (i) De aangevoerde grieven falen. Het oordeel van het hof komt er kort gezegd op neer dat de advertentie waarin werd gesproken over een 'gelijktijdige introductie' op AEX en Nasdaq bij de gemiddeld geïnformeerde, omzichtig en oplettende belegger niet de indruk heeft kunnen wekken dat het aandeel op exact hetzelfde moment in de notering van beide beurzen zou worden opgenomen. Het hof acht hierbij van belang dat beurshouders niet kunnen bewerkstelligen dat een notering aan twee beurzen werkelijk gelijktijdig plaatsvindt, omdat het van (vraag een aanbod van) de beleggers afhankelijk is op welk moment voor het eerst een koers tot stand komt. Hierop had de gemiddeld geïnformeerde, omzichtig en oplettende belegger bedacht moeten zijn. Ook is volgens het hof van belang dat het tijdstip waarop de handel op AEX werd vrijgegeven, het gebruikelijk tijdstip was voor de handel in dual listings op zowel AEX als Nasdaq. Tot slot wijst het hof erop dat de emissieadvertentie tot doel heeft om aan te kondigen dat de inschrijving voor de uit te geven aandelen is geopend. De advertentie richt zich daarom tot degenen die mogelijk geïnteresseerd zijn in het nemen van aandelen bij de introductie, en niet tot beleggers die op een later tijdstip aandelen zouden willen kopen (de beleggers die de Stichting vertegenwoordigt).

Ad (ii) Het hof is van oordeel dat de Bank het prospectus heeft openbaar gemaakt in de zin van art. 6:194 BW. Hiertoe worden de volgende feiten en omstandigheden, in onderlinge samenhang gezien, redengevend geacht: de Bank was lid van het emissiesyndicaat, de Bank trad op als listing agent, de naam van de Bank stond vet gedrukt op voor- en achterkant van het prospectus en ook elders werd haar naam in het prospectus vermeld, het prospectus werd in Nederland via het kantorennetwerk van de Bank verkrijgbaar gesteld en dit werd ook als zodanig in het prospectus en de emissieadvertentie vermeld. De eerste grief is gegrond en dit brengt mee dat het hof zelfstandig dient te beoordelen of het prospectus misleidend is. Vanwege het niet vermelden van de free retention acht het hof het prospectus

weliswaar onvolledig, maar niet misleidend, omdat dit niet van wezenlijk belang was voor de beoordeling van het aandeel Via Net. Het ging immers slechts om een free retention van 67.450 aandelen op een totaal van 14,3 miljoen nieuw uitgegeven aandelen. Ook neemt het hof in aanmerking dat het gebruikelijk is een free retention te vormen en dat geen (wettelijk) voorschrift dwingt tot vermelding ervan. De grieven over de misleidendheid van het prospectus falen en daarom komt het hof niet toe aan de vraag of in het onderhavige geval art. 6:195 BW inzake de omkering van de bewijslast van toepassing is.

Ad (iii) Het door de Bank op de markt brengen van 35.000 aandelen uit de free retention wordt jegens de Kopers niet onrechtmatig geacht. Hierbij neemt het hof in aanmerking dat de beleggers erop mochten rekenen dat er zo snel mogelijk een koers tot stand zou komen waartegen kon worden gehandeld. De Bank moest zich als listing agent dit belang aantrekken en daarom is het aanbieden van 35.000 aandelen om tot koersvorming te komen – ofschoon zij wist dat er bestens orders lagen – niet onrechtmatig. Verder oordeelt het hof dat op het moment dat de hoekman de Bank verzocht de aandelen te verkopen, vraag en aanbod reeds op een evenwichtskoers van €89-90 wezen. De hoekman zat nog met een tekort van 32.000 aandelen en hier heeft de bank voor hem in voorzien. Volgens het hof was het onmogelijk om door middel van het aanbieden van de 35.000 aandelen de koers te manipuleren, omdat zonder die aandelen bij een koers van €89 de vraag groter was dan het aanbod. Het aanbod van de Bank zorgde er juist voor dat vraag en aanbod in evenwicht werden gebracht. Voorts acht het hof van belang dat de Bank op grond van de Nadere Regeling 1999 (hierna: ‘NR 1999’) gedwongen was tot verkoop van de aandelen uit de free retention. Het uitvoering geven aan deze bepaling levert geen onrechtmatig handelen jegens de Kopers op, ook niet als de Bank aanvankelijk zonder noodzaak door het vormen van een free retention en/of het niet pro rate toewijzen ervan een eigen positie in het aandeel innam. Ten aanzien van de subsidiaire vordering oordeelt het hof ten slotte dat de enkele betrokkenheid van de Bank bij de beursemissie niet een bijzondere zorgplicht van de Bank bij de beursemissie heeft doen ontstaan, waaruit voortvloeide dat zij de Kopers in het algemeen moest behoeden voor het aangaan van transacties bij een te hoge openingskoers.

### **Commentaar**

1. Ik behandel de volgende punten: het niet-misleidend zijn van de emissieadvertentie, de Bank is openbaarmaker in de zin van art. 6:194 BW, het niet-misleidend zijn van het prospectus en het afwijzen van de bijzondere zorgplicht. Ik sluit af met een opmerking naar aanleiding van de recente implementatie van de richtlijn ‘oneerlijke handelspraktijken’ in afdeling 6.3.3a BW (hierna: ‘regeling OHP’).

2. Aan de hand van de inmiddels vertrouwde maatstaf ‘gemiddeld geïnformeerde, omzichtig en oplettende belegger’ komt het hof tot de conclusie dat de emissieadvertentie niet misleidend is. Het hof oordeelt met kracht van argument dat de mededeling over de ‘gelijktijdige introductie’ bij de maatman-belegger redelijkerwijs niet de indruk heeft kunnen wekken dat de notering en de verhandeling van het aandeel Via Net op exact hetzelfde moment zouden aanvangen. Het hof had hier wat mij betreft aan toe kunnen voegen dat voor zover deze indruk wel gewekt zou zijn, dit (naar de maatstaven van de toen geldende emissiepraktijk!) geen wezenlijke omstandigheid was waarop de maatman-belegger zijn beleggingsbeslissing (mede) baseerde. Minder overtuigend acht ik de overweging van het hof dat de advertentie zich alleen richtte tot (geïnteresseerde) beleggers in de primaire markt en niet tot

beleggers in de secundaire markt (de beleggers die de Stichting vertegenwoordigt). Voor zover het hof hier bedoelt te zeggen dat alleen kopers in de primaire markt kunnen ageren tegen een misleidende advertentie waarin de emissie wordt aangekondigd en kopers in de secundaire markt niet, acht ik dit te stellig. Immers, evenals voor het prospectus (in zowel literatuur als rechtspraak) is aanvaard dat het na introductie een zekere nawerking heeft,<sup>6</sup> geldt dit volgens mij ook voor in het kader van de beursgang verspreide reclamemededelingen (althans, voor zover ze voor de beleggingsbeslissing van de belegger relevante informatie bevatten).<sup>7</sup> Wanneer namelijk in een advertentie waarin de beursgang wordt aangekondigd een misleidende mededeling is opgenomen waarmee de gehele (primaire) markt op het verkeerde been wordt gezet, zal hierdoor ook bij kopers in de secundaire markt een misleidend beeld ontstaan. Dit acht ik ook in overeenstemming met het principe dat in het kader van de beursgang verspreide reclame niet in strijd mag zijn met de inhoud van het prospectus.<sup>8</sup> Hieruit volgt dat via reclamemededelingen verschafte informatie in samenhang moet kunnen worden gezien met het prospectus en – als het goed is – daarmee een consistent geheel vormt. Evenals het prospectus kan dus ook reclame enige tijd ‘nawerken’ in de secundaire markt.

3. Het hof oordeelt mijns inziens terecht dat de Bank (als lid van het emissiesyndicaat) moet worden aangemerkt als openbaarmaker van het prospectus in de zin van art. 6:194 BW. Hoewel het hof hiertoe een zestal feiten en omstandigheden (in onderlinge samenhang bezien) redengevend acht, had het mijns inziens kunnen volstaan met de enkele omstandigheid dat het prospectus (in Nederland) alleen bij de kantoren van de Bank verkrijgbaar was.<sup>9</sup> Ik zie namelijk niet in hoe een bank via zijn kantorennetwerk het prospectus algemeen verkrijgbaar kan stellen, zonder dat zij als openbaarmaker heeft te gelden. Wellicht zou men nog kunnen denken aan het uitzonderlijke geval dat een reeds door de uitgevende instelling of lead manager openbaar gemaakt<sup>10</sup> prospectus bij (een kantoor van) een lid van het emissiesyndicaat klaarligt om onder het beleggende publiek te verspreiden, maar dat dit lid vervolgens – om wat voor reden dan ook – stelselmatig weigert om het prospectus aan beleggers ter beschikking te stellen. Van een dergelijk weigeren blijkt in casu niets, zodat volgens mij overduidelijk is dat de Bank het prospectus heeft openbaar gemaakt.

Zoals bekend is het belang van een beroep op de regeling van art. 6:194-6:195 BW (hierna: ‘regeling misleidende reclame’) ten opzichte van art. 6:162 BW primair gelegen in de dubbele omkering van de bewijslast van art. 6:195 BW. Deze dubbele omkering bestaat eruit dat op degene die inhoud en inkleding van het prospectus geheel of ten dele heeft bepaald of doen bepalen de bewijslast rust ten aanzien van (i) de juistheid of volledigheid van de feiten die in het prospectus zijn vervat of daardoor

---

<sup>6</sup> Zie bijvoorbeeld Hof Amsterdam 3 mei 2007, *JOR* 2007, 154 m.nt. Den Boogert (World Online). Zie ook paragraaf 4 van voormelde noot.

<sup>7</sup> Een andere vraag is hoe lang van een dergelijke nawerking sprake is. In de praktijk zal het vaststellen van de periode van nawerking de nodige hoofdbreken opleveren.

<sup>8</sup> Ik benadruk dat ten tijde van de beursgang van Via Net deze eis nog niet was vervat in een geschreven effectenrechtelijke norm. Zie naar huidig recht art. 5:20 lid 1 Wft.

<sup>9</sup> In de wetgeschiedenis wordt vermeld dat met het begrip ‘openbaar maken’ is bedoeld ‘iedere handeling die ten gevolge heeft dat het consumentenpubliek (...) kennis neemt of kennis [kan] nemen van de betrokken reclamemededeling’. Zie *Kamerstukken I*, 1979/80, 13 611, nr. 12b, p. 3 (MvA I).

<sup>10</sup> Bewust spreek ik van een reeds openbaar gemaakt prospectus, omdat wanneer het prospectus in het geheel niet zou zijn openbaar gemaakt, een beroep op art. 6:194 BW reeds hierop zou afstuiten. Om het prospectus als openbaar gemaakt te beschouwen is voldoende dat het publiek van het prospectus kennis kón nemen. Niet vereist is dat een of meer gegadigden er ook daadwerkelijk kennis van hebben genomen. Zie onder meer *Kamerstukken II*, 1975/76, 13 611, nr. 3, p. 9 (MvT).

worden gesuggereerd en waarop het misleidende karakter van het prospectus berust<sup>11</sup> en (ii) de toerekenbaarheid van een vastgestelde misleidendheid. Om als eiser van deze dubbele omkering te kunnen profiteren zal dus moeten worden vastgesteld dat de gedaagde partij heeft te gelden als 'inhoudsbepaler' van het prospectus in voormelde zin. In het onderhavige geval kon het Hof dit punt in het midden laten, omdat de door de Stichting aangevoerde feiten de *gestelde* misleiding niet konden dragen. Hierdoor werd niet toegekomen aan enige bewijsvraag. Had het hof dit punt niettemin moeten behandelen, dan had het zich moeten buigen over de – in de rechtspraak nog niet uitgekristalliseerde - vraag of een lid van het emissiesyndicaat (niet optredend als lead manager) kan worden aangemerkt als 'inhoudsbepaler' van het prospectus.<sup>12</sup> Een en ander is volgens mij afhankelijk van de concrete bemoeienis die zij bij het werk van de lead manager heeft gehad. Komt vast te staan dat het lid geen enkele invloed op het samenstellen van (een deel van) het prospectus heeft uitgeoefend, dan zal het niet snel als 'inhoudsbepaler' worden aangemerkt. Hierbij zij wel aangetekend dat bij het kwalificeren van de rol van het syndicaatslid niet alleen van belang is welke invloed het lid werkelijk op het samenstellingsproces heeft uitgeoefend (of heeft kunnen uitoefenen), maar ook welke verwachting hiervan bij de gemiddelde belegger op basis van het prospectus is gewekt.

4. Ook met het oordeel dat het prospectus vanwege het niet vermelden van de free retention niet als misleidend kan worden aangemerkt, kan worden ingestemd. Wederom valt immers niet in te zien dat het door de Bank vormen van een free retention van 67.450 aandelen (op een totale uitgifte van 14,3 miljoen nieuwe aandelen!) een voor de gemiddeld geïnformeerde, voorzichtige en oplettende belegger wezenlijke omstandigheid vormde waarop hij zijn beleggingsbeslissing (mede) baseerde. Mij is vervolgens niet helemaal duidelijk waarom het hof in aanmerking neemt dat het in de emissiepraktijk gebruikelijk is een free retention te vormen. Het criterium moet volgens mij zijn of het gebruikelijk is om het vormen van een free retention in het prospectus te vermelden. Is dit het geval, dan pleit het niet vermelden van de free retention voor misleidendheid. Is dit niet het geval, dan pleit het voor het afwijzen van misleidendheid. Ook het argument dat geen (wettelijk) voorschrift dwingt tot het vermelden van de free retention is niet doorslaggevend. Voor inhoud en inkleding van het prospectus is er immers sprake van een dubbele normstelling en dit betekent dat ook al zijn alle effectenrechtelijke regels nageleefd, het nog steeds zo kan zijn dat het prospectus vanuit civielrechtelijke oogpunt misleidend wordt geacht.

5. Interessant is verder het oordeel van het hof dat op de Bank geen bijzondere zorgplicht jegens de Kopers rustte 'waaruit voortvloeide dat zij de Kopers *in het algemeen* moest behoeden voor het aangaan van transacties bij een (...) te hoge openingskoers (curs. ACWP)'. Gelet op de door de Stichting aangevoerde feiten kon het hof mijns inziens terecht oordelen dat van een dergelijke bijzondere zorgplicht geen sprake was. Wel denk ik dat de nadruk moet liggen op de geursiveerde woorden 'in het algemeen'. Er zijn namelijk omstandigheden denkbaar waarin de Bank als lid van het emissiesyndicaat wél een bepaalde zorgvuldigheid jegens de beleggers (ook jegens niet-cliënten!) in acht moet nemen, en op grond waarvan van haar maatregelen mogen worden verwacht om te voorkomen dat de beleggers aandelen aankopen tegen een te hoge (openings)koers. Deze omstandigheden zouden er bijvoorbeeld uit kunnen

---

<sup>11</sup> Zie over deze bepaling de zeer heldere noot van Verkade bij HR 2 december 1994, *NJ* 1996, 246 (ABN/Coop AG).

<sup>12</sup> Voor de lead manager kan er sinds het overbekende ABN/Coop AG arrest in beginsel van worden uitgegaan dat zij inhoud en inkleding van het gehele prospectus heeft bepaald of doen bepalen. Zie HR 2 december 1994, *NJ* 1996, 246, r.o. 4.3.

bestaan dat de aandelen op basis van een misleidend prospectus in de markt worden gezet, er hierdoor een te positief beeld in de markt ontstaat, het lid van dit alles op de hoogte is maar niettemin zelf gewoon tegen de opgeklopte koers haar eigen (via de free retention opgebouwde) positie verzilvert.<sup>13</sup> Primair ligt de verantwoordelijkheid voor het prospectus bij de lead manager, maar laat zij na om tegen het misleidende prospectus op te treden dan mag mijns inziens ook het gewone lid van het syndicaat niet stil blijven zitten.

Wanneer men nu in het onderhavige geval bedenkt dat de Bank in strijd met het toenmalige art. 6.4.1 van Bijlage 6 van de NR 1999 een free retention heeft gevormd – waarvoor zij aanvankelijk is beboet –<sup>14</sup> en bij de verkoop van de aldus opgebouwde positie tegen de openingskoers van €89 ook nog winst heeft gemaakt,<sup>15</sup> blijft men misschien met het onbevredigend gevoel zitten dat de Stichting op dit punt geen aansprakelijkheidsgrondslag weet te vestigen. Wellicht dat dit onbevredigende gevoel kan worden weggenomen door de omstandigheid dat ook wanneer de Bank haar eigen positie niet ter verkoop zou hebben aangeboden, de hoogte van de openingskoers waarschijnlijk niet anders zou zijn geweest.<sup>16</sup> Er bestaat met andere woorden geen causaal verband tussen het handelen van de Bank (wat in casu niet als onrechtmatig wordt aangemerkt) en de door de Kopers geleden schade bestaande uit de aankoop van aandelen tegen een te hoge openingskoers.

6. In het licht van de onder 3 aangesneden kwestie over de (kwalificatie van de) rol van het syndicaatslid bij een beursemissie, wil ik de op 15 oktober jl. in het Staatsblad verschenen Wet OHP niet onvermeld laten.<sup>17</sup> Met de inwerkingtreding van de regeling OHP is de reikwijdte van de regeling misleidende reclame beperkt tot handelspraktijken tussen professionele partijen (handelend in de uitoefening van beroep of bedrijf) onderling.<sup>18</sup> Hiermee is voor het prospectusaansprakelijkheidsrecht een verschillend regime komen te ontstaan tussen enerzijds aansprakelijkheid jegens particuliere beleggers (regeling OHP) en anderzijds aansprakelijkheid jegens professionele beleggers (regeling misleidende reclame). Voor de aansprakelijkheidsvraag jegens professionele beleggers blijft bovengenoemde uitleg van art. 6:194-6:195 BW onverminderd relevant. Blijft zij dat ook voor de aansprakelijkheidsvraag jegens particuliere beleggers? Ik zou zeggen van wel. Zij helpt ons namelijk bij de vraag hoe het leerstuk van prospectusaansprakelijkheid in de regeling OHP kan worden ingepast. In het kader van deze noot wil ik hier het volgende over zeggen. Het door de lead manager algemeen verkrijgbaar stellen van het prospectus kan men aanmerken als het door een handelaar verrichten van een handelspraktijk in de zin van de regeling OHP. Immers, de lead manager is een rechtspersoon die handelt in de uitoefening van een bedrijf (art. 6:193a lid 1 onder b

---

<sup>13</sup> Opgemerkt zij dat de bijzondere zorgplicht van het lid van het emissiesyndicaat als zodanig alleen aan de orde zal zijn wanneer het niet kan worden aangesproken als openbaarmaker en ‘inhoudsbepaler’ van het prospectus op grond van art. 6:194-6:195 BW.

<sup>14</sup> Zie de twee genoemde uitspraken in voetnoot 1 inzake Fortis tegen de AFM. Het besluit tot boeteoplegging van de AFM werd door het CBB herroepen vanwege het door de AFM niet voldoen aan de functiescheidingseis.

<sup>15</sup> Uit het door Rb. Rotterdam (zie voetnoot 1) uiteengezette feitenrelaas leid ik af dat de Bank 47.450 aandelen heeft verkocht tegen de openingskoers van €89 en 20.000 aandelen nadien ter beurze heeft verkocht tegen een gemiddelde koers van €50. In totaal heeft zij hiermee een winst van €3,7 miljoen gemaakt.

<sup>16</sup> Dit werd ook in eerste instantie overwogen door Rb. Amsterdam, zie r.o. 6.3.6 slot.

<sup>17</sup> De wet is in werking getreden met ingang van 15 oktober 2008, zie *Stb.* 2008, 398.

<sup>18</sup> Zie hierover mijn bijdrage ‘Misleiding van het beleggende publiek, een oneerlijke handelspraktijk!’ in nummer 9 van dit tijdschrift eerder dit jaar.

BW) en het algemeen verkrijgbaar stellen van een prospectus kan worden aangemerkt als een vorm van commerciële communicatie die rechtstreeks verband houdt met de verkoopbevordering, verkoop of levering van aandelen aan particuliere beleggers (art. 6:193a lid 1 onder d BW). Zou dit anders zijn, dan zou dit een afname van de bescherming van particuliere beleggers betekenen en dit is nu juist uitdrukkelijk niet bedoeld.<sup>19</sup> Verder rust ook onder de regeling OHP op de lead manager in beginsel de bewijslast ten aanzien van (i) de (materiële) juistheid en volledigheid van het prospectus (ii) de toerekenbaarheid van de vastgestelde misleidende (art. 6:193j lid 1 resp. lid 2 BW). Wederom geldt dat een tegengestelde opvatting een afname van de bescherming van particuliere beleggers zou impliceren. Tot zover dus niet zo veel nieuws onder de zon. Of ook de aansprakelijkheidspositie van de overige leden van het emissiesyndicaat onder de regeling OHP ongewijzigd blijft, staat nog te bezien. Immers, ervan uitgaande dat het lid van het emissiesyndicaat die via haar kantorennetwerk het prospectus algemeen verkrijgbaar stelt kan worden gekwalificeerd als een handelaar die een handelspraktijk verricht, is zeker niet uitgesloten dat dit lid de bewijsregel van art. 6:193j lid 1 BW tegen zich heeft te laten gelden. Het criterium om een procespartij met de bewijslast te bezwaren is onder de regeling OHP namelijk niet dat deze partij *inhoud en inkleding van het prospectus geheel of ten dele heeft bepaald*, maar in plaats daarvan dat zij als handelaar *informatie heeft verstrekt*. Mij lijkt zonneklaar dat het syndicaatslid dat onder het beleggende publiek het prospectus heeft verspreid kan worden geacht 'informatie te hebben verstrekt' in de zin van art. 6:193j lid 1 BW. Vanuit processueel oogpunt betekent dit dus een verslechtering van zijn positie ten opzichte van de regeling misleidende reclame. Wel bestaat er nog een uitweg om aan de bewijslast te ontkomen, omdat het syndicaatslid - althans, zolang het geen enkele bemoeienis met (de samenstelling van) het prospectus heeft gehad - zeer wel kan betogen dat het 'gelet op de omstandigheden van het geval en met inachtneming van zijn rechtmatige belangen' niet passend is hem met deze bewijslast op te zadelen. Behoudens deze verslechtering van de processuele positie van het lid op grond van art. 6:193j lid 1 BW, verslechtert ook zijn processuele positie op grond van art. 6:193j lid 2 BW. Voor het omkeren van de bewijslast ten aanzien van de toerekenbaarheid is het criterium 'geheel of ten dele de inhoud en inkleding hebben bepaald' namelijk in het geheel verdwenen. Art. 6:193j lid 2 BW bepaalt simpelweg dat het aan de handelaar die onrechtmatig heeft gehandeld is om te bewijzen dat dit onrechtmatige handelen hem niet kan worden toegerekend. Voor het lid van het emissiesyndicaat betekent dit dat wanneer een (mede) door hem verspreid prospectus als misleidend is aangemerkt, op hem de bewijslast rust dat deze misleidende hem niet kan worden toegerekend. Overigens benadruk ik dat deze achteruitgang in processuele positie vanuit materieelrechtelijk oogpunt niet al te veel effect hoeft te sorteren. Immers, het lid dat geen enkele invloed op de samenstelling van het prospectus heeft gehad (of kunnen hebben) moet zeer wel in staat worden geacht uit te leggen dat hem een eventuele misleidende niet te verwijten valt.

A.C.W. Pijls

---

<sup>19</sup> Zie *Kamerstukken II* 2006/07, 30 928, nr. 8, p. 6 (MvA).