

27 november 2009  
Eerste Kamer  
07/11104  
RM/EE

Hoge Raad der Nederlanden

Arrest

in de zaak van:

1. de vereniging met volledige rechtsbevoegdheid VERENIGING VAN  
EFFECTENBEZITTERS,  
2. STICHTING VEB-ACTIE WOL,  
beide gevestigd te 's-Gravenhage,  
EISERESSEN tot cassatie, verweersters in het incidentele cassatieberoep,  
advocaat: mr. G. Snijders,

t e g e n

1. WORLD ONLINE INTERNATIONAL N.V.,  
gevestigd te Rotterdam,  
VERWEERSTER in cassatie, eiseres in het incidentele cassatieberoep,  
advocaat: aanvankelijk mr. H.J.A. Knijff, thans mr. R.A.A. Duk,  
2. ABN AMRO BANK N.V., te dezen handelend onder de naam ABN AMRO ROTHSCHILD,  
gevestigd te Amsterdam,  
VERWEERSTER in cassatie, eiseres in het incidentele cassatieberoep,  
advocaat: mr. E. van Staden ten Brink,  
3. de rechtspersoon naar buitenlands recht GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL,  
gevestigd te Londen, Verenigd Koninkrijk,  
VERWEERSTER in cassatie, eiseres in het incidentele cassatieberoep,  
advocaat: mr. P.J.M. von Schmidt auf Altenstadt.

Eiseressen tot cassatie zullen hierna afzonderlijk worden aangeduid als VEB en de Stichting en gezamenlijk ook als VEB c.s. Verweersters zullen afzonderlijk worden aangeduid als World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs; ABN AMRO en Goldman Sachs zullen gezamenlijk ook worden aangeduid als de Banken.

1. Het geding in feitelijke instanties

VEB c.s. hebben bij exploten van 14 maart 2001 World Online en de Banken - naast enkele andere gedaagden jegens wie de vorderingen door de rechtbank zijn afgewezen en die in hoger beroep geen partij meer waren - gedagvaard voor de rechtbank Amsterdam. De Stichting heeft gevorderd, kort gezegd, World Online en de Banken uit hoofde van onrechtmatige daad te veroordelen tot vergoeding van de schade, nader op te maken bij staat, die de beleggers die hun vordering aan de Stichting hebben overgedragen, lijden en zullen lijden. VEB heeft gevorderd, kort gezegd, voor recht te verklaren dat World Online en de Banken

onrechtmatig hebben gehandeld jegens de beleggers in aandelen World Online die op de beursintroductie hebben ingeschreven dan wel kort na de beursintroductie, maar uiterlijk op 3 april 2000, aandelen World Online hebben gekocht.

World Online en de Banken hebben de vorderingen van VEB c.s. bestreden.

De rechtbank heeft bij vonnis van 17 december 2003, kort gezegd:

- voor recht verklaard dat World Online, door uitlatingen die [betrokkene 1] op 1 maart 2000 heeft gedaan en door het niet corrigeren van die uitlatingen en van nadien in de media verschenen berichten omtrent haar (ongewijzigde) belang in World Online, onrechtmatig heeft gehandeld jegens beleggers in aandelen World Online die op de beursintroductie hebben ingeschreven of na de beursintroductie, uiterlijk op 3 april 2000, aandelen World Online hebben gekocht;
- World Online veroordeeld aan de Stichting alle schade te vergoeden die de deelnemers door voormelde onrechtmatige daad hebben geleden, op te maken bij staat;
- de overige vorderingen van VEB c.s. afgewezen.

Op 11 maart 2004 heeft World Online tegen dit vonnis hoger beroep ingesteld bij het gerechtshof te Amsterdam (rolnummer 1055/04). VEB c.s. hebben incidenteel hoger beroep ingesteld.

Op 12 maart 2004 hebben VEB c.s. de Banken in hoger beroep gedagvaard voor het gerechtshof te Amsterdam (rolnummer 1066/04). In hoger beroep hebben VEB c.s. hun eis aldus gewijzigd dat zij tevens vorderen te verklaren voor recht dat de Banken aansprakelijk zijn wegens onrechtmatige koersmanipulatie en uit dien hoofde jegens de Stichting verplicht zijn tot schadevergoeding, op te maken bij staat.

Bij tussenarrest van 30 december 2004 heeft het hof beide zaken gevoegd. Na gehouden pleidooien heeft het hof bij eindarrest van 3 mei 2007, kort samengevat:

in de zaak tussen VEB c.s. en World Online (rolnummer 1055/04):

- het vonnis vernietigd, behoudens wat betreft de kostenveroordeling van World Online jegens VEB,

- de Stichting alsnog niet-ontvankelijk verklaard in haar vorderingen, en

- (op de vordering van VEB) voor recht verklaard dat World Online onrechtmatig heeft gehandeld tegenover de beleggers in aandelen World Online die op de beursintroductie hebben ingeschreven dan wel na de beursintroductie, uiterlijk op 3 april 2000, aandelen World Online hebben gekocht, door een te optimistisch beeld te scheppen en te laten bestaan ten aanzien van de waarde en de toekomstverwachting van de onderneming van World Online op de wijze als bedoeld in rov. 2.24.3 van het arrest;

in de zaak tussen VEB c.s. en de Banken (rolnummer 1066/04):

- het vonnis voor zover gewezen tussen de Stichting en de Banken bekrachtigd,
- het vonnis voor zover gewezen tussen VEB en de Banken vernietigd,
- voor recht verklaard dat de Banken onrechtmatig hebben gehandeld tegenover de beleggers in aandelen World Online die op de beursintroductie hebben ingeschreven dan wel na de beursintroductie, uiterlijk op 3 april 2000, aandelen World Online hebben gekocht, door een te optimistisch beeld te scheppen en te laten bestaan ten aanzien van de waarde en de toekomstverwachting van de onderneming van World Online op de wijze als bedoeld in rov. 2.24.3 van het arrest, en
- het meer of anders gevorderde afgewezen.

Het eindarrest van het hof is aan dit arrest gehecht.

## 2. Het geding in cassatie

Tegen het eindarrest van het hof hebben VEB c.s. beroep in cassatie ingesteld. World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs hebben ieder afzonderlijk incidenteel cassatieberoep ingesteld. De cassatiedagvaarding en de conclusies van antwoord tevens houdende incidenteel cassatieberoep zijn aan dit arrest gehecht en maken daarvan deel uit.

Partijen hebben over en weer geconcludeerd tot verwerping van het beroep.

De zaak is voor VEB c.s. toegelicht door hun advocaat en mr. K. Teuben, advocaat bij de Hoge Raad, voor World Online door mrs. B. Winters en E.M. Snijders, advocaten te Amsterdam, voor ABN AMRO door haar advocaat, en voor Goldman Sachs eveneens door haar advocaat.

De conclusie van de Advocaat-Generaal L. Timmerman strekt in het principale beroep en in het incidentele beroep dat is ingesteld door Goldman Sachs tot vernietiging, en in de incidentele beroepen die zijn ingesteld door World Online en ABN AMRO tot verwerping.

Namens partijen is op de navolgende wijze op de conclusie gereageerd:

- namens VEB c.s. bij brief van 12 maart 2009 van hun advocaat en mr. K. Teuben voornoemd;
- namens World Online bij brief van 13 maart 2009, met bijlagen, van mrs. B. Winters en E.M. Snijders voornoemd;
- namens ABN AMRO bij brief van 13 maart 2009 van haar advocaat en mr. M.A. Blom, advocaat te Amsterdam;
- namens Goldman Sachs bij brief van 13 maart 2009 van haar advocaat.

De advocaat van VEB c.s. heeft bij brief van 18 maart 2009 bezwaar gemaakt tegen de bij de reactie van World Online gevoegde bijlagen; die bijlagen bevatten een kopie van een wetenschappelijk artikel (bijlage E), alsmede uiteenzettingen (legal opinions) van buitenlandse deskundigen over prospectusaansprakelijkheid naar Amerikaans, Engels, Duits en Frans recht (bijlagen A t/m D). Bij brief van 20 maart 2009 heeft mr. B. Winters namens World Online op dat bezwaar gereageerd. De Hoge Raad verwerpt het door VEB c.s. aangevoerde bezwaar, aangezien de zojuist bedoelde uiteenzettingen (bijlagen A t/m D) zijn ingebracht in reactie op in de conclusie van de Advocaat-Generaal opgenomen uitvoerige rechtsvergelijkende beschouwingen die ten opzichte van het tot dan toe gevoerde partijdebat nieuw waren. Gelet daarop zijn de inhoud en omvang van deze bijlagen - en van de schriftelijke reactie zelf - niet in strijd met (de strekking van) art. 44 lid 3 Rv. of de eisen van een goede procesorde. Ook bijlage E is niet ontoelaatbaar nu deze een kopie van een algemeen toegankelijk buitenlands tijdschriftartikel behelst waaruit in de schriftelijke reactie wordt geciteerd.

De advocaat van VEB c.s. heeft bij voornoemde brief van 18 maart 2009 voorts bezwaar gemaakt tegen passages in de schriftelijke reactie van ABN AMRO over koersstabilisatie. De advocaat van ABN AMRO heeft bij brief van 26 maart 2009 op dat bezwaar gereageerd. De Hoge Raad verwerpt ook dit bezwaar nu de desbetreffende passages geen nieuw betoog vormen maar, in reactie op de beschouwingen van de Advocaat-Generaal, een uitwerking van een reeds eerder, zij het summier, gevoerd betoog.

## 3. Uitgangspunten in cassatie

### 3.1 In cassatie kan van het volgende worden uitgegaan.

(i) World Online BV (hierna: WOL) is een internet service provider die in 1994 is opgericht. [Betrokkene 1] was een van de grondleggers van WOL en voorzitter van de raad van bestuur. [betrokkene 1] had via haar persoonlijke holding Kalexer II N.V. (hierna: Kalexer) een aandelenbelang van 6,35% in WOL en via Benguiat Corporation N.V. een aandelenbelang van

3,13%. In augustus 1999 heeft [betrokkene 1] de aandelen WOL die zij hield via Kalexer (hierna: de Kalexer-aandelen) aan haar medeaandeelhouders en nadien ook aan een derde partij te koop aangeboden. Zij heeft (geconverteerd, zie hierna onder (iv)) 14.898.500 aandelen World Online tegen een prijs van \$ 6,04 per aandeel verkocht aan respectievelijk Mallowdale Corporation N.V., Reggeborgh Participaties B.V. en BayStar Capital LP (hierna: Mallowdale, Reggeborgh, respectievelijk BayStar). De Kalexer-aandelen zijn op 27 december 1999 overgedragen, waarbij Reggeborgh 2.436.465 aandelen verwierf, Mallowdale eveneens 2.436.465, en BayStar 10.025.570. [betrokkene 1] is (of was) een passive investor in BayStar.

(ii) Op 22 februari 2000 heeft WOL in een persbericht de voorgenomen beursgang van World Online bekendgemaakt. Op 1 maart 2000, haar oprichtingsdatum, heeft World Online een persconferentie gegeven in Amsterdam om de beursgang toe te lichten. Tijdens deze persconferentie heeft een journalist aan [betrokkene 1] gevraagd: "Gaat u uw aandelen ook cashen?" waarop [betrokkene 1] heeft geantwoord: "I didn't sell any shares at this time."

(iii) Van 2 tot en met 16 maart 2000 heeft WOL een roadshow gehouden in Europa en Noord-Amerika om potentiële beleggers te interesseren in aandelen World Online. Na het bekendmaken van haar voorgenomen beursgang heeft World Online in de periode van 28 februari tot 22 maart 2000 een tiental persberichten uitgegeven onder meer over samenwerking met bedrijven als Yack.com, Getronics, Endemol, Novartis, Microsoft, Telitel, Lastminute.com, Ericsson en Cisco.

(iv) ABN AMRO en Goldman Sachs waren joint global coordinator, joint lead manager en joint bookrunner voor de introductie op de Amsterdamse effectenbeurs van aandelen World Online. Ten behoeve van die introductie is op 3 maart 2000 een voorlopig prospectus gepubliceerd en op 16 maart 2000 een definitief prospectus (voor zover gelijkloidend hierna tezamen: het prospectus) voor de uitgifte van 67.562.819 gewone aandelen World Online. Blijkens het prospectus is WOL per 1 maart 2000 een dochteronderneming van World Online geworden en hebben de aandeelhouders van WOL voor ieder aandeel WOL 415 aandelen World Online ontvangen.

(v) Op bladzijde 3 van het prospectus is de volgende disclaimer opgenomen:

"No person has been authorized to give any information or to make any representations other than those contained in this Offering Circular, and if given or made, such information or representations must not be relied upon as having been authorized."

De bladzijden 13 tot en met 27 van het prospectus bevatten een opsomming van risicofactoren. De opsomming opent als volgt:

"You should carefully consider the following risks before making an investment decision. Our business, operating results and financial condition could be adversely affected if any of the following risks occur. As a result the trading price of the shares could decline and you could lose all or part of your investment."

(vi) Bij de introductie van de aandelen World Online is gebruik gemaakt van de boekbuilding-methode. Deze methode houdt in dat de uiteindelijke introductieprijs wordt vastgesteld aan de hand van opgaven van geïnteresseerde beleggers. Particulieren konden in de periode 3 tot en met 13 maart 2000 bij een tevoren bepaalde bandbreedte van €35,-- tot €43,-- bestens intekenen, en de overige beleggers in de periode 3 tot 15 maart 2000 10.00 uur.

De voor particulieren beschikbare aandelen zijn met ongeveer een factor 24 overtekend, de overige aandelen met een factor van bijna 21. Op 17 maart 2000 heeft de introductie ter beurze plaatsgevonden door de uitgifte van 46.906.454 nieuwe aandelen World Online en door de verkoop van 20.656.365 bestaande aandelen door drie aandeelhouders (Mallowdale, Melkpad en

NS Telecom). Aan particulieren zijn 13.512.564 aandelen en aan overige beleggers 54.050.255 aandelen toegewezen tegen een prijs van €43,- per aandeel. De openingskoers van het aandeel World Online was €50,20. Daarna is de koers van het aandeel vrijwel steeds gedaald. In de laatste week dat World Online een beursnotering had - in december 2000 - was de koers van het aandeel onder €10,- gedaald.

(vii) World Online heeft op 24 maart 2000 een conference call gehouden met enige institutionele beleggers. Op 3 april 2000 hebben de raad van commissarissen van World Online en [betrokkene 1] een persverklaring afgegeven omtrent een onderzoek dat Ernst & Young en PriceWaterhouseCoopers hebben gedaan naar de Kalexer-aandelen. [betrokkene 1] is op 13 april 2000 uit de raad van bestuur van World Online getreden.

(viii) VEB is een vereniging die tot doel heeft de belangen van effectenbezitters te behartigen. De Stichting heeft blijkens art. 2 van haar statuten tot doel het ter verdeling onder gedupeerde beleggers in aandelen World Online verkrijgen van financiële compensatie voor het nadeel dat dezen op deze belegging hebben geleden. Deelneming aan de Stichting geschiedt door ondertekening van een deelnemingsovereenkomst waarin de deelnemer verklaart dat hij (i) aandelen World Online uit de introductie heeft verkregen of tot en met 3 april 2000 via de beurs heeft gekocht, (ii) lid is of wordt van VEB, en (iii) zijn vordering ter incasso overdraagt aan de Stichting. De beleggers die hun vordering tot schadevergoeding aldus aan de Stichting hebben overgedragen, worden hierna ook de deelnemers genoemd.

(ix) Bij brieven van 13 maart 2001 gericht aan onder meer World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs, heeft de Stichting meegedeeld dat de deelnemers hun vorderingen tot vergoeding van schade aan haar hebben overgedragen. Bij deze brieven is als bijlage een lijst gevoegd waarop de achternamen en de woonplaatsen van natuurlijke personen en de namen en de vestigingsplaatsen van rechtspersonen zijn vermeld alsmede hoeveel aandelen World Online ieder van hen "uit introductie en/of aankoop" heeft verkregen. In totaal gaat het om meer dan 10.000 deelnemers en om 3.558.372 aandelen World Online.

3.2.1 Voor zover thans nog van belang vordert de Stichting, kort gezegd, dat World Online en de Banken worden veroordeeld tot vergoeding van de schade die de deelnemers door hun onrechtmatige gedraging(en) hebben geleden, nader op te maken bij staat. VEB vordert dat voor recht wordt verklaard dat World Online en de Banken onrechtmatig hebben gehandeld jegens de beleggers die op de beursintroductie hebben ingeschreven dan wel na de beursintroductie, maar uiterlijk op 3 april 2000, aandelen World Online hebben gekocht.

3.2.2 Het hof heeft de Stichting in haar vorderingen niet-ontvankelijk verklaard. De vordering van VEB is in die voege toegewezen, dat voor recht is verklaard dat World Online en de Banken onrechtmatig hebben gehandeld tegenover de beleggers die op de beursintroductie hebben ingeschreven dan wel na de beursintroductie, uiterlijk op 3 april 2000, aandelen World Online hebben gekocht, door op de wijze als bedoeld in rov. 2.24.3 van het arrest een te optimistisch beeld te scheppen en te laten bestaan ten aanzien van de waarde en de toekomstverwachting van de onderneming van World Online.

#### 4. Beoordeling van de middelen in het principale beroep en in de incidentele beroepen

4.1 De middelen in het principale beroep en de incidentele beroepen stellen de volgende onderwerpen aan de orde:

A. ontvankelijkheid van de Stichting; cessie en lastgeving (4.2 - 4.5);

- B. de collectieve actie als bedoeld in art. 3:305a BW (4.6 - 4.9);
  - C. algemene uitgangspunten voor prospectusaansprakelijkheid bij beursintroductie (4.10 - 4.11);
  - D. onjuiste of onvolledige mededelingen in het prospectus? (4.12 - 4.23);
  - D1. klachten van VEB in het principale beroep (4.13 - 4.19)
    - (a) aandelenbezit van [betrokkene 1] (4.13)
    - (b) verkoopprijs van de Kalexer-aandelen (4.14)
    - (c) bestemming emissieopbrengst (4.15)
    - (d) conversiekoers (4.16)
    - (e) de lock up-verplichtingen (4.17)
    - (f) optieregelingen (4.18)
    - (g) vaststelling van en mededelingen over de introductieprijs (4.19)
  - D2. klachten van World Online en de Banken in de incidentele beroepen (4.20 - 4.23)
    - (h) loopbaanbeschrijving van [betrokkene 1] (4.21)
    - (i) overname van Telitel (4.22)
    - (j) optieregeling van [betrokkene 3] (4.23)
  - E. aansprakelijkheid van World Online voor mededelingen buiten het prospectus (4.24 - 4.29);
    - (k) uitlatingen van [betrokkene 1] over haar aandelenbezit (4.26)
    - (l) persberichten over allianties met andere bedrijven (4.27)
    - (m) uitlatingen van [betrokkene 1] over belminuten, abonnees en omzet (4.28)
    - (n) een patroon van optimistische berichtgeving? (4.29)
  - F. aansprakelijkheid van de Banken voor mededelingen buiten het prospectus (4.30 - 4.33);
  - G. misleidend karakter (4.34 - 4.36);
  - H. aansprakelijkheid van de Banken voor koersmanipulatie? (4.37 - 4.39)
- Deze onderwerpen zullen hierna achtereenvolgens behandeld worden.

#### A. Ontvankelijkheid van de Stichting; cessie en lastgeving (4.2 - 4.5)

4.2 Het hof heeft aan zijn oordeel dat de Stichting in haar vorderingen niet-ontvankelijk is het volgende ten grondslag gelegd.

Ingevolge het hier toepasselijke tot 1 oktober 2004 geldende recht moet voor de rechtsgeldigheid van een cessie de inhoud van de tot levering bestemde akte worden medegedeeld aan de schuldenaar. Tot de inhoud van de akte moeten niet alleen worden gerekend gegevens waaruit kan blijken om welke vordering het gaat en de naam van de cessionaris, maar ook de naam van de cedent. De door de Stichting toegestuurde lijst (zie hiervoor in 3.1.(ix)) bevat door het ontbreken van de voornamen van de cedenten onvoldoende gegevens om deze personen te individualiseren. De Stichting heeft deze gegevens ook bewust weggelaten om te verhinderen dat World Online de deelnemers zou kunnen identificeren en een tegenvordering tegen hen zou kunnen instellen. Het door notaris mr. F.J. Oranje opgemaakte proces-verbaal van bevindingen voorziet evenmin in een opgave van de belegger om wie het gaat. De mededeling van de Stichting voldoet derhalve niet aan de daaraan te stellen eisen, zodat de Stichting geen rechthebbende op de vorderingen van de deelnemers is geworden. (rov. 2.4.4)

De Stichting kan evenmin geacht worden in deze procedure ten behoeve van de deelnemers op eigen naam op te treden krachtens lastgeving ter incasso. Nu World Online bewijs heeft verlangd en zich geen van de uitzonderingen als bedoeld in art. 3:71 lid 2 BW voordoet, dient de Stichting bewijs bij te brengen van de haar gegeven lasten. Onjuist is dat zij dat bewijs eerst in de schadestaatprocedure hoeft te leveren. World Online kan er aanspraak op maken dat de Stichting dadelijk bewijst namens welke schuldeisers zij optreedt, opdat World Online verweren die zij tegen ieder van hen mocht hebben dadelijk kan voeren. Nu de lastgeving niet wordt

bewezen door de deelnemingsovereenkomst of de overige stukken die in het geding zijn, is de gestelde lastgeving onbewezen. Het staat World Online daarom vrij de verklaring van de Stichting dat zij op grond van een last van de deelnemers op eigen naam procedeert, als ongeldig van de hand te wijzen, zodat deze verklaring nimmer enig effect heeft gesorteerd. (rov. 2.5.3) Het vooroverwogene geldt evenzeer voor de vorderingen van de Stichting tegen de Banken (rov. 2.6).

4.3 VEB c.s. komen in het principale beroep met middel I op tegen de zojuist weergegeven overwegingen.

De onderdelen 1-3 klagen over 's hofs oordeel in rov. 2.4.4 dat de cessies van de vorderingen van de beleggers aan de Stichting niet zijn voltooid omdat niet overeenkomstig art. 3:94 lid 1 BW (rechtsgeldige) mededeling van die cessies aan World Online en de Banken is gedaan. Onderdeel 4 is gericht tegen rov. 2.5.3 waarin het hof het beroep van de Stichting op lastgeving heeft verworpen.

#### Cessie

4.4.1 Volgens vaste rechtspraak is aan de eis dat de over te dragen vordering in voldoende mate in de akte van cessie wordt bepaald, voldaan indien de akte zodanige gegevens bevat dat, eventueel achteraf, aan de hand daarvan kan worden vastgesteld om welke vordering het gaat. Voor de geldigheid van de levering is niet noodzakelijk dat in de akte de debiteur vermeld wordt, zolang de overige gegevens een vaststelling als voormeld mogelijk maken (HR 19 september 1997, nr. 16370, LJN ZC2434, NJ 1998, 689). In het onderhavige geval moet in cassatie ervan worden uitgegaan dat de telkens tussen een deelnemer en de Stichting opgemaakte cessieakte (de deelnemingsovereenkomst zoals hiervoor in 3.1.(viii) vermeld) aan deze eis van voldoende bepaaldheid voldoet.

Voor de geldigheid van de levering bij een (openbare) cessie is ingevolge art. 3:94 lid 1 BW tevens mededeling van de akte aan de debiteur nodig.

De mededeling behoeft niet nauwkeurig de inhoud van de akte weer te geven (Parl. gesch. Boek 3, blz. 395), maar de debiteur aan wie de mededeling wordt gedaan kan wel verlangen dat hem een uittreksel van de akte en titel ter hand wordt gesteld (zie thans art. 3:94 lid 4). Uit een en ander moet worden afgeleid dat de mededeling, en in voorkomend geval het uittreksel, in ieder geval de in de akte vermelde naam van de cedent - die immers partij is bij de akte - moet vermelden. Zulks is niet alleen nodig met het oog op de in het rechtsverkeer vereiste duidelijkheid omtrent de vraag wiens vordering is overgedragen en op welk moment (veelal wordt de levering immers voltooid door de hier bedoelde mededeling), maar ook ter bescherming van de belangen van de debiteur (zo moet hij tegen de cessionaris ook verweermiddelen kunnen aanvoeren die hij tegen de cedent had kunnen aanvoeren, vgl. art. 6:145 BW).

4.4.2 Het hof heeft geoordeeld dat de Stichting geen rechthebbende op de vorderingen van de deelnemers is geworden, omdat de door de Stichting toegestuurde lijst onvoldoende gegevens bevat om de cedenten (deelnemers) te kunnen individualiseren. De meeste rechtsklachten van de tegen dat oordeel gerichte onderdelen 1-3 stuiten af op hetgeen hiervoor in 4.4.1 is overwogen. Anders dan onderdeel 1c verdedigt, kan niet aanvaard worden dat World Online en de Banken, teneinde te kunnen vaststellen welke vorderingen zijn overgedragen, na ontvangst van de hun toegezonden lijst zouden moeten meewerken aan de in het onderdeel omschreven steekproef door een notaris of aan inzage ten kantore van de Stichting, zulks nog te minder nu het hof heeft vastgesteld dat de Stichting in haar mededeling van de cessies aan World Online en de Banken

bewust persoonsgegevens van de deelnemers (cedenten) heeft weggelaten om te verhinderen dat zij geïdentificeerd zouden kunnen worden en tegenvorderingen tegen hen zouden kunnen worden ingesteld. Aan een en ander doet niet af dat het hier om een zeer groot aantal over te dragen vorderingen gaat, omdat ook dan voldaan moet worden aan de minimumeis dat in ieder geval medegedeeld wordt van welke schuldeisers vorderingen zijn overgedragen.

Onderdeel 2 - dat is gebaseerd op de stelling dat World Online en de Banken er geen belang bij hebben reeds in de hoofdprocedure bekend te zijn met de identiteit van de (alle) individuele beleggers, nu de vordering van de Stichting aldus is ingekleed dat vergoeding van schade wordt gevorderd voor beleggers van wie in de schadestaatprocedure nader zal worden aangetoond dat zij hun vorderingen aan de Stichting hebben overgedragen - faalt reeds omdat het miskent dat World Online en de Banken er belang bij hebben reeds in de hoofdprocedure verweermiddelen te kunnen aanvoeren tegen de vorderingen van (groepen van) bepaalde beleggers.

Onderdeel 3, dat klaagt dat het hof ten onrechte althans onvoldoende gemotiveerd is voorbijgegaan aan de stelling van de Stichting dat in elk geval een deel van de cedenten wél aan de hand van de ter beschikking gestelde lijst valt te identificeren, faalt. Zoals hierboven overwogen, dient de mededeling van de cessieakte aan de schuldenaar in ieder geval de in de cessieakte vermelde naam van de cedent te bevatten. Dit brengt mee dat de schuldenaar zonder onevenredige moeite moet kunnen vaststellen door wie vorderingen op hem zijn overgedragen. Gelet op de vaststelling van het hof dat de Stichting in de aan World Online en de Banken toegestuurde lijst (die meer dan 10.000 deelnemers bevat) bewust gegevens heeft weggelaten om te verhinderen dat de deelnemers geïdentificeerd zouden kunnen worden, ligt in zijn oordeel dat de mededeling van de Stichting niet aan de daaraan te stellen eisen voldoet zodat de Stichting geen rechthebbende is geworden op de vorderingen van de deelnemers, kennelijk besloten dat van World Online en de Banken niet gevergd kan worden dat zij uitzoeken of in de lijst met meer dan 10.000 namen wellicht ten aanzien van een aantal deelnemers - anders dan de Stichting beoogde - toch voldoende gegevens zijn vermeld om dezen te kunnen identificeren. Dat oordeel geeft geen blijk van een onjuiste rechtsopvatting en is, verweven als het is met waarderingen van feitelijke aard, niet onbegrijpelijk.

De overige klachten van de onderdelen 1-3 kunnen evenmin tot cassatie leiden. Zulks behoeft, gezien art. 81 RO, geen nadere motivering nu de klachten niet nopen tot beantwoording van rechtsvragen in het belang van de rechtseenheid of de rechtsontwikkeling.

## Lastgeving

4.5.1 Indien een procespartij krachtens lastgeving op eigen naam in rechte optreedt ten behoeve van een ander (de lastgever), is de lasthebber niet gehouden in de dagvaarding of anderszins te vermelden dat hij ter behartiging van de belangen van een ander optreedt; eerst indien het verweer van de wederpartij daartoe aanleiding geeft, zal de lasthebber moeten stellen en zonodig bewijzen dat hij uit hoofde van lastgeving bevoegd is op eigen naam ten behoeve van de rechthebbende op te treden (HR 26 november 2004, nr. C03/202, LJN AP9665, NJ 2005, 41).

4.5.2 Dit brengt mee dat bij de primaire klacht van onderdeel 4a, inhoudende dat het hof heeft miskend dat art. 3:71 BW noch rechtstreeks, noch naar analogie van toepassing is op (procesrechtelijke) rechtshandelingen als de onderhavige die worden verricht uit hoofde van lastgeving, geen belang bestaat. Blijkens het zojuist overwogene is de Stichting immers hoe dan ook gehouden bewijs bij te brengen van de door haar gestelde, maar door haar wederpartijen betwiste lastgeving.

Ook de subsidiaire klacht kan niet tot cassatie leiden omdat het hof, anders dan de klacht tot uitgangspunt neemt, in de stellingen van de Stichting niet een beroep op volmacht heeft gelezen maar een beroep op lastgeving.

Onderdeel 4b bouwt geheel voort op onderdeel 2 en deelt in het lot daarvan. De klachten van de onderdelen 4c en 4d kunnen evenmin tot cassatie leiden. Zulks behoeft, gezien art. 81 RO, geen nadere motivering nu de klachten niet nopen tot beantwoording van rechtsvragen in het belang van de rechtseenheid of de rechtsontwikkeling.

Onderdeel 5 mist zelfstandige betekenis.

4.5.3 Slotsom van het voorgaande is dat de niet-ontvankelijkverklaring van de Stichting in haar vorderingen jegens World Online en de Banken in stand blijft. Hierna zal daarom bij de verdere beoordeling van de middelen de Stichting niet langer worden vermeld.

B. De collectieve actie als bedoeld in art. 3:305a BW (4.6 - 4.9)

4.6 Het hof heeft in rov. 2.8.2 geoordeeld dat VEB een volledig rechtsbevoegde vereniging is die blijkens haar statuten tot doel heeft de belangen van beleggers te behartigen, zodat zij, gelet op de door haar ingestelde rechtsvordering, in zoverre aan het door art. 3:305a BW gestelde vereiste voldoet. VEB komt in deze zaak op voor de belangen van beleggers die in de periode van 17 maart tot en met 3 april 2000 aandelen World Online hebben verworven en - volgens VEB - voor of bij aankoop daarvan door World Online, ABN AMRO en/of Goldman Sachs zijn misleid, waardoor zij schade hebben geleden. Dat is een voldoende gelijksoortig belang om VEB in een collectieve actie op de voet van art. 3:305a te kunnen ontvangen.

Dat er tussen de beleggers onderling aanmerkelijke verschillen zijn in onder meer professionaliteit, mate van geïnformeerdheid, zorgvuldigheid bij het nemen van de beleggingsbeslissing en omvang van het geleden koersverlies, alsmede dat sommigen van hen geen natuurlijk persoon maar een rechtspersoon zijn, kan daaraan niet afdoen. Dat zijn immers omstandigheden waarmee bij de bepaling van een eventueel toe te kennen schadevergoeding in een door ieder van de beleggers aan te spannen vervolgprocedure rekening kan worden gehouden, aldus nog steeds het hof in rov. 2.8.2.

4.7 Tegen deze overweging wordt in de incidentele beroepen opgekomen met onderdeel 1 van World Online, onderdeel 9 van ABN AMRO, en onderdeel 1 van Goldman Sachs. Alle drie de onderdelen strekken, zeer kort samengevat, ten betoge dat voor het antwoord op de vraag of de hiervoor bedoelde beleggers door World Online of de Banken zijn misleid, niet kan worden geabstraheerd van de (aanmerkelijke) verschillen die tussen de beleggers onderling bestaan, en dat de belangen van deze beleggers onvoldoende gelijksoortig zijn als bedoeld in art. 3:305a BW. Daarbij wordt aangevoerd dat, wil er sprake zijn van misleiding van beleggers, moet worden vastgesteld dat de beleggers hebben kennisgenomen van de gestelde onjuiste en/of onvolledige mededelingen, en dat zij een andere beleggingsbeslissing zouden hebben genomen ingeval zij kennis zouden hebben gehad van de volledige en/of juiste informatie; een en ander vergt een beoordeling per individuele belegger die in het arrest van het hof ontbreekt. Voorts wordt betoogd dat in deze concrete situatie met een collectieve actie niet een effectieve en/of efficiënte rechtsbescherming valt te bereiken, aangezien - ook volgens het hof - in een door ieder van de beleggers aan te spannen vervolgprocedure omtrent een toe te kennen schadevergoeding rekening moet worden gehouden met de individuele omstandigheden, hetgeen kan meebrengen dat in bepaalde gevallen zelfs geoordeeld moet worden dat het *condicio sine qua non*-verband met de gestelde schade ontbreekt. Voorts is de collectieve actie blijkens de wetsgeschiedenis ingevoerd

ter bescherming van de belangen van consumenten en niet ook van beroeps- of bedrijfsmatig handelende (rechts)personen, zoals bijvoorbeeld institutionele beleggers.

4.8.1 De collectieve actie van VEB strekt ertoe een verklaring voor recht te verkrijgen dat World Online en de Banken onrechtmatig hebben gehandeld door, kort gezegd, in de periode rond de beursintroductie van World Online onjuiste en/of onvolledige informatie te geven of anderszins misleidend te handelen. Volgens de vaststelling van het hof komt VEB in deze procedure op voor de belangen van de beleggers die in de periode van 17 maart tot en met 3 april 2000 aandelen World Online hebben verworven. Hoewel het antwoord op de vraag of en in hoeverre iedere belegger afzonderlijk daadwerkelijk door de gestelde onrechtmatige daad is misleid, mede afhankelijk is van de omstandigheden waarin die belegger ten tijde van zijn beleggingsbeslissing verkeerde, leent een vordering als de onderhavige zich bij uitstek voor bundeling van aanspraken van individuele beleggers in de vorm van een collectieve actie. Bij deze collectieve actie staat immers uitsluitend ter beoordeling of het gedrag van World Online en de Banken bij de beursintroductie onrechtmatig is geweest. Bij de beantwoording van die vraag kan geabstraheerd worden van de bijzondere omstandigheden aan de zijde van de beleggers (vgl. rov. 7.3 van HR 23 december 2005, nr. C04/173, LJN AU3713, NJ 2006, 289). Die omstandigheden zijn pas relevant bij vragen omtrent bijvoorbeeld schade(omvang), causaal verband en eigen schuld. Voor zover de onrechtmatigheid van de gedragingen van World Online en de Banken gegrond wordt op het openbaar maken van misleidende mededelingen, gaat het dus niet om de vraag of en in hoeverre (bepaalde) beleggers daadwerkelijk zijn misleid, maar om de vraag of World Online en de Banken zich vanwege het misleidende karakter van de mededelingen hadden moeten onthouden van het openbaar maken daarvan (zie ook hierna in 4.10.4). Een andere opvatting zou toepassing van art. 3:305a BW onaanvaardbaar beperken.

4.8.2 Hoewel de beslissing die naar aanleiding van de onderhavige collectieve actie wordt gegeven enkel gezag van gewijsde heeft tussen VEB enerzijds en World Online en/of de Banken anderzijds (vgl. HR 7 november 1997, nr. 16409, LJN ZC2483, NJ 1998, 268), ligt het in de rede het in deze procedure gegeven oordeel over de onrechtmatigheid wel tot uitgangspunt te nemen in de afzonderlijke vervolgprocedures. In het oordeel over de onrechtmatigheid is immers het in art. 3:305a BW bedoelde gelijksoortige belang gelegen van de beleggers ten behoeve van wie VEB de collectieve actie heeft ingesteld. Aldus wordt ook een effectieve en efficiënte rechtsbescherming geboden, mede doordat zo tegenstrijdige beslissingen omtrent de onrechtmatigheidsvraag voorkomen kunnen worden, hetgeen ook in het belang van World Online en de Banken is. Deze gang van zaken doet geen afbreuk aan het (mede in art. 6 EVRM verankerde) recht van World Online en de Banken dat hun zaak - ook in de vervolgprocedures - op onbevooroordeelde wijze en in een eerlijk proces wordt behandeld. Zij hebben immers zowel in de onderhavige procedure als in de individuele vervolgprocedures alle gelegenheid tot verweer.

4.8.3 Weliswaar wordt in de wetsgeschiedenis van art. 3:305a BW eraan gerefereerd dat invoering van een wettelijke regeling van de collectieve actie van belang is voor aangelegenheden waar per individu geringe, maar in hun totaliteit aanzienlijke belangen in het spel zijn, en dat daarbij onder meer gedacht kan worden aan organisaties die opkomen voor de belangen van consumenten, maar daaruit kan niet de conclusie getrokken worden dat een collectieve actie slechts ten behoeve van consumenten kan worden ingesteld. Indien aan de eisen

van deze bepaling is voldaan, kan de actie van art. 3:305a ook (uitsluitend of mede) in het belang van beroeps- of bedrijfsmatig handelende (rechts)personen ingesteld worden.

4.9.1 Op het in 4.8 overwogene stuiten de hiervoor in 4.7 vermelde rechtsklachten van World Online en de Banken af.

Voor zover de door hen aangevoerde onderdelen motiveringsklachten bevatten, kunnen die niet tot cassatie leiden. Zulks behoeft, gezien art. 81 RO, geen nadere motivering nu de klachten niet nopen tot beantwoording van rechtsvragen in het belang van de rechtseenheid of de rechtsontwikkeling.

Naar aanleiding van de afzonderlijke beroepen wordt voorts nog als volgt overwogen.

4.9.2 In het incidentele beroep van World Online mist onderdeel 1.2 feitelijke grondslag omdat het hof, anders dan het onderdeel veronderstelt, de ontvankelijkheid van VEB in de collectieve actie niet slechts aanneemt voor zover zij opkomt voor de belangen van de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger. Hetzelfde geldt voor onderdeel 1.3 dat tot - onjuist - uitgangspunt neemt dat het hof die ontvankelijkheid beperkt tot de belangen van beleggers die kennis hebben genomen van de onjuiste en/of onvolledige mededelingen en die een andere beleggingsbeslissing zouden hebben genomen indien zij kennis zouden hebben gehad van de volledige en/of juiste informatie. Onderdeel 1.4 bouwt voort op de voorgaande onderdelen en kan dus evenmin tot cassatie leiden.

4.9.3 In het incidentele beroep van ABN AMRO mist onderdeel 9.1 feitelijke grondslag omdat het hof, anders dan het onderdeel aanneemt, niet alleen de ontvankelijkheid van de collectieve actie heeft beoordeeld (in rov. 2.8.2), maar ook de toewijsbaarheid daarvan (in het vervolg van zijn arrest). Anders dan voorts in onderdeel 9.4 wordt betoogd, is de ontvankelijkheid van een collectieve actie, indien aan de voorwaarden van art. 3:305a BW is voldaan, niet afhankelijk van een belangenafweging tussen de eiser(s) en gedaagde(n).

4.9.4 In het incidentele beroep van Goldman Sachs faalt onderdeel 1.2.1 voor zover het erover klaagt dat het hof - door de stelling van VEB aldus weer te geven dat de beleggers voor wier belangen VEB opkomt, voor of bij de aankoop van de aandelen World Online door (onder meer) Goldman Sachs zijn misleid - buiten de grenzen van de rechtsstrijd is getreden nu VEB haar collectieve actie jegens Goldman Sachs alleen wat betreft de mededelingen in het prospectus heeft gebaseerd op misleiding in de zin van art. 6:194 BW, maar wat betreft de mededelingen buiten het prospectus (enkel) op onrechtmatige daad (art. 6:162 BW). Miskend wordt dat de weergave door het hof van de stelling van VEB slechts een korte samenvatting betreft, dat misleiding in de zin van art. 6:194 BW een species is van een onrechtmatige daad, en dat het hof bij zijn beoordeling van de mededelingen buiten het prospectus blijkens zijn overwegingen niet heeft miskend dat het daarbij gaat om de vraag of Goldman Sachs in dat verband onrechtmatig in de zin van art. 6:162 BW heeft gehandeld.

Onderdeel 1.4 heeft geen zelfstandige betekenis.

C. Algemene uitgangspunten voor prospectusaansprakelijkheid bij beursintroductie (4.10 - 4.11)

4.10.1 Ingevolge het ten tijde van de beursintroductie van World Online geldende Fondsenreglement 2000 (hierna ook: FR), dat de implementatie vormde van de (inmiddels ingetrokken) richtlijn 80/390/EEG, dient een uitgevende instelling bij de beursintroductie van een fonds door middel van een aandelenemissie een prospectus uit te geven dat beantwoordt aan de

eisen gesteld in art. 8 lid 2 FR en het daarin bedoelde Schema A. Volgens art. 8 lid 2 FR dient een prospectus een getrouw beeld te geven omtrent de toestand van de uitgevende instelling op de balansdatum van het laatste boekjaar waarover een jaarrekening is gepubliceerd, en bevat het mede inlichtingen omtrent gebeurtenissen van bijzondere betekenis die na die balansdatum hebben plaatsgevonden. In Schema A worden gedetailleerde voorschriften gegeven over de te vermelden gegevens. Blijkens art. 4 van genoemde richtlijn strekken deze eisen ertoe dat het prospectus de gegevens bevat die "noodzakelijk zijn om de beleggers en hun beleggingsadviseurs in staat te stellen zich een verantwoord oordeel te vormen over het vermogen, de financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van de uitgevende instelling en over de rechten welke aan deze effecten verbonden zijn". Gelet op deze bepalingen en op de considerans van de richtlijn, is met deze eisen onder meer beoogd de positie van (potentiële) beleggers te beschermen, waarbij geen onderscheid wordt gemaakt tussen particuliere en professionele beleggers. Door die bescherming hebben beleggers - zoals nadien is geëxpliciteerd in de considerans van de richtlijnen 2001/34/EG en 2003/71/EG - een groter vertrouwen in de effectenmarkt en wordt de goede werking van de markt verzekerd. Daarom mogen aan de naleving van de richtlijnen en daarop gebaseerde nationale regels strenge eisen worden gesteld. Het voorgaande geldt met ingang van 1 januari 2007 evenzeer met betrekking tot de voor het prospectus geldende regels ingevolge art. 5:13 lid 1 Wet op het financieel toezicht (Wft), in welke wet de nieuwe prospectusrichtlijn 2003/71/EG thans is geïmplementeerd.

4.10.2 Een eventuele aansprakelijkheid van een uitgevende instelling voor misleidende mededelingen in het prospectus dient - wat betreft de periode waarin de beursintroductie van World Online plaatsvond - beoordeeld te worden aan de hand van de algemene regeling voor misleidende reclame in art. 6:194 (oud) BW. In deze bepaling is richtlijn 84/450/EEG betreffende misleidende reclame geïmplementeerd, zodat deze richtlijn, ook indien deze als zodanig niet van toepassing is op prospectusaansprakelijkheid, naar Nederlands recht via (richtlijnconforme uitleg van) art. 6:194 de prospectusaansprakelijkheid mede bepaalt. Noch deze richtlijn, noch art. 6:194 (oud) maakt onderscheid naar gelang degene tot wie de misleidende reclame zich richt al dan niet beroepsmatig handelt. Voorts is van belang dat de aansprakelijkheid voor misleidende reclame een ruimer bereik heeft dan prospectusaansprakelijkheid, doordat art. 6:194 ook betrekking heeft op misleidende mededelingen buiten het prospectus om (zie hierna onder E).

Opmerking verdient dat met de inwerkingtreding per 15 oktober 2008 van de art. 6:193a-j BW, in welke bepalingen richtlijn 2005/29/EG betreffende oneerlijke handelspraktijken is geïmplementeerd, de aansprakelijkheid voor misleidende reclame jegens consumenten beoordeeld moet worden aan de hand van deze nieuwe bepalingen, en dat art. 6:194 thans alleen nog van toepassing is op misleiding van iemand "die handelt in de uitoefening van zijn bedrijf". Hetgeen hierna bij de toepassing van art. 6:194 (oud) wordt overwogen omtrent misleiding door onvolledige of onjuiste mededelingen, zal overigens onder de gelding van de nieuwe bepalingen met betrekking tot consumenten niet wezenlijk anders zijn.

Waar hierna wordt gesproken over art. 6:194 BW, is steeds het in deze zaak nog toepasselijke art. 6:194 (oud) bedoeld.

4.10.3 Bij de beantwoording van de vraag of een prospectus misleidend is in de zin van art. 6:194 BW, moet worden uitgegaan van de vermoedelijke verwachting van een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger tot wie de mededeling zich richt of die zij bereikt (vgl. HR 30 mei 2008, nr. C06/302, LJN BD2820). Deze aan het arrest HvJEG 16 juli 1998, zaak C-210/96, Gut Springenheide, NJ 2000, 374, ontleende omschrijving van de

'maatman' is in iets andere bewoordingen, maar inhoudelijk niet afwijkend omschreven in het arrest HvJEG 19 september 2006, zaak C-356/04, Lidl, NJ 2007, 18. Van deze 'maatman-belegger' mag verwacht worden dat hij bereid is zich in de aangeboden informatie te verdiepen, maar niet dat hij beschikt over specialistische of bijzondere kennis en ervaring (behoudens het geval dat de reclame zich uitsluitend op personen met dergelijke kennis en ervaring richt).

4.10.4 Van misleiding zal met name sprake kunnen zijn indien de mededeling onjuist of onvolledig is (vgl. art. 6:195 BW). De feitelijke vaststelling dat sprake is van een onjuiste of onvolledige mededeling brengt echter nog niet mee dat deze ook misleidend is. Daartoe is nodig dat de mededeling de beleggers (in de woorden van art. 2 lid 2 van richtlijn 84/450/EEG) "misleidt of kan misleiden en door haar misleidende karakter hun economische gedrag kan beïnvloeden". Bij de beoordeling of dit laatste het geval is, moet worden uitgegaan van de hiervoor bedoelde 'maatman-belegger'. De rechter zal een onjuiste of onvolledige mededeling dan ook pas als misleidend kunnen kwalificeren, indien redelijkerwijs aannemelijk is dat de mededeling, gelezen in de context waarin deze is geplaatst, van materieel belang is voor de beleggingsbeslissing van de 'maatman-belegger'. In dat geval is immers aannemelijk dat de onjuistheid of onvolledigheid redelijkerwijs het economische gedrag van de 'maatman-belegger' kan beïnvloeden.

Voor de kwalificatie van de mededeling als misleidend, en derhalve als onrechtmatig, is niet vereist dat de belegger daadwerkelijk heeft kennisgenomen van of daadwerkelijk is beïnvloed door de mededeling, maar slechts dat de onjuistheid of onvolledigheid van de mededeling van voldoende materieel belang is om de 'maatman-belegger' te kunnen misleiden. Het gaat er dus om of de mededeling op zichzelf genomen een misleidend karakter heeft. Is dat het geval, dan behoort de uitgevende instelling zich vanwege het misleidende karakter van die mededeling te onthouden van openbaarmaking daarvan, en handelt zij onrechtmatig indien zij de mededeling toch openbaar maakt. Pas in het kader van de vaststelling van de omvang van de aansprakelijkheid jegens een individuele belegger komt aan de orde of en, zo ja, in hoeverre deze bij zijn beleggingsbeslissing daadwerkelijk door de misleidende mededeling is beïnvloed en als gevolg daarvan is benadeeld.

#### Causaal verband

4.11.1 De art. 6:194 e.v. laten onverlet dat de gewone regels betreffende stelplicht en bewijslast gelden ten aanzien van de vraag of de schade in een zodanig verband met de misleiding staat dat zij als gevolg daarvan aan degene die de misleidende mededeling openbaar heeft gemaakt, kan worden toegerekend (rov. 4.5 van HR 2 december 1994, nr. 15488, LJN ZC1562, NJ 1996, 246). In beginsel draagt de belegger derhalve ook de stelplicht en bewijslast ter zake van het *condicio sine qua non*-verband. Dat bewijs is evenwel problematisch, omdat een belegger zich bij zijn beleggingsbeslissing in het algemeen door een veelheid van factoren zal laten leiden, terwijl bovendien vaak niet valt aan te tonen dat hij daadwerkelijk heeft kennisgenomen van de misleidende mededeling, laat staan dat hij daadwerkelijk door de misleidende mededeling is beïnvloed. Die beïnvloeding kan ook indirect hebben plaatsgehad, doordat de belegger is afgegaan op adviezen of op heersende opinies in de markt, die op hun beurt door de misleidende mededeling in het leven zijn geroepen. De door deze factoren veroorzaakte bewijsproblemen ter zake van het *condicio sine qua non*-verband brengen mee dat de door de (oude en nieuwe) prospectusrichtlijn beoogde bescherming van beleggers (zie hiervoor in 4.10.1) in de praktijk illusoir kan worden. Daarbij verdient opmerking dat die richtlijn weliswaar de aansprakelijkheid van de uitgevende instelling voor misleidende mededelingen in het prospectus niet harmoniseert,

maar dat de nieuwe prospectusrichtlijn aan de Lidstaten wel de verplichting oplegt ervoor zorg te dragen dat de nationale wettelijke bepalingen inzake burgerrechtelijke aansprakelijkheid van toepassing zijn op degenen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus vermelde informatie (art. 6 lid 2 van richtlijn 2003/71/EG). Dat brengt mee dat een effectieve rechtsbescherming geboden moet worden volgens de regels van het nationale recht.

4.11.2 Met het oog op die effectieve rechtsbescherming en gelet op de met de prospectusvoorschriften beoogde bescherming van (potentiële) beleggers tegen misleidende mededelingen in het prospectus, zal tot uitgangspunt mogen dienen dat *condicio sine qua non*-verband tussen de misleiding 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 - of bij aankoop op de secundaire markt: niet dan wel niet op dezelfde voorwaarden - 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 gerede partij aannemelijk moet worden gemaakt), en mede in aanmerking genomen de aard van de desbetreffende 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.

4.11.3 Opmerking verdient ten slotte dat ten aanzien van het bestaan en de omvang van de schade, alsmede het causaal verband als bedoeld in art. 6:98 BW, in beginsel de gewone bewijsregels blijven gelden, waarbij de rechter ingevolge art. 6:97 BW bevoegd is de schade te begroten op de wijze die met de aard van deze schade in overeenstemming is, of de schade te schatten indien deze niet nauwkeurig kan worden vastgesteld.

D. Onjuiste of onvolledige mededelingen in het prospectus? (4.12 - 4.23)

4.12 VEB heeft in feitelijke instanties een serie verwijten tegen World Online en de Banken aangevoerd die onder meer betrekking hebben op de inhoud van het prospectus. Volgens VEB bevat het prospectus op meerdere punten onjuiste dan wel onvolledige informatie. Het hof heeft deze verwijten ongegrond bevonden ten aanzien van de volgende onderwerpen: (a) de mededelingen in het prospectus over het aandelenbezit van [betrokkene 1] ten tijde van de beursintroductie (rov. 2.11); (b) het niet vermelden van de prijs waarvoor de Kalexer-aandelen zijn verkocht (rov. 2.12); (c) de mededelingen over de bestemming van de emissieopbrengst (rov. 2.15); (d) het niet vermelden van de conversiekoers van de converteerbare leningen van ABN AMRO (rov. 2.16); (e) de beschrijving in het prospectus van de lock up-verplichtingen (rov. 2.18); (f) de mededelingen over de optieregelingen bij World Online (rov. 2.19); en (g) de vaststelling van en mededelingen over de introductieprijs (rov. 2.20). De tegen deze oordelen gerichte klachten in het principale beroep van VEB zullen hierna onder D1 behandeld worden. Het hof heeft de verwijten van VEB met betrekking tot de inhoud van het prospectus evenwel gegrond bevonden ten aanzien van de volgende onderwerpen: (h) de beschrijving van de professionele loopbaan van [betrokkene 1] (rov. 2.10); (i) de mededelingen ten aanzien van de

overname van het Zweedse bedrijf Telitel AB (rov. 2.17); en (j) de mededelingen omtrent de optieregeling van [betrokkene 3] (rov. 2.19). De tegen deze oordelen gerichte klachten in de incidentele beroepen van World Online en de Banken zullen hierna onder D2 behandeld worden.

#### D1. Klachten van VEB in het principale beroep (4.13 - 4.19)

##### (a) Aandelenbezit van [betrokkene 1]

4.13.1 Het hof heeft, na een weergave van de desbetreffende passage in het prospectus (rov. 2.11.1) en van de standpunten van partijen (rov. 2.11.2 en 3), als volgt geoordeeld over de vraag of de beleggers door het prospectus zijn misleid omtrent het aandelenbezit van [betrokkene 1] ten tijde van de beursintroductie.

Hoewel de bewoording van de passage wellicht duidelijker had gekund, volgt uit het woord "transferred" dat de Kalexer-aandelen op 27 december 1999 aan drie andere vennootschappen zijn geleverd. Dat wordt nog eens bevestigd door de zinsnede waaruit blijkt dat BayStar aandelen World Online kon doorverkopen, hetgeen impliceert dat zij eerst van Kalexer had gekocht. Dat [betrokkene 1] ten tijde van de beursgang geen rechthebbende meer was op de Kalexer-aandelen vindt zijn bevestiging op de bladzijden 96 en 101 van het prospectus waar het aandelenbezit van onder andere [betrokkene 1] aan de orde is. Uit het prospectus blijkt derhalve voldoende duidelijk dat [betrokkene 1] de Kalexer-aandelen ruim voor de beursgang aan medeaandeelhouders heeft geleverd. Dat dit ook zo is begrepen in de pers blijkt uit een tweetal artikelen in NRC Handelsblad en The Independent. Dat in een groot aantal gevallen journalisten anders hebben geschreven over het aandelenbezit van [betrokkene 1] ten tijde van de beursgang, moet zijn verklaring vinden in de omstandigheid dat dezen hun artikelen zonder (grondige) lezing van het prospectus zullen hebben geschreven. Ook voor een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger die de Engelse taal voldoende machtig is en kennis heeft genomen van het prospectus, kan duidelijk zijn geweest dat [betrokkene 1] een groot deel van haar aandelenbezit World Online ruim voor de beursgang van de hand had gedaan. (rov. 2.11.4) VEB komt met onderdeel 1 van middel II tegen deze overweging op.

4.13.2 Het oordeel van het hof komt hierop neer dat het prospectus - gelet op de in de bewuste passage gebruikte bewoordingen en op de verdere gegevens die in het prospectus over het aandelenbezit van (onder andere) [betrokkene 1] zijn vermeld - voor de hiervoor in 4.10.3 bedoelde 'maatman-belegger' voldoende duidelijk heeft gemaakt dat [betrokkene 1] de Kalexer-aandelen ruim voor de beursgang van de hand had gedaan, zodat op dit punt geen sprake is van onjuiste of onvolledige mededelingen in het prospectus. In dit oordeel ligt tevens besloten dat met de bewuste passage ook voldaan is aan het voorschrift van onderdeel 8 van de bijlage die behoort bij AEX-mededeling 98-096, welk voorschrift inhoudt dat alle wijzigingen in het houderschap van de aandelen gedurende de periode van één jaar voorafgaande aan de publicatie van het prospectus in het prospectus dienen te worden gepubliceerd. Deze oordelen geven niet blijk van een onjuiste rechtsopvatting en kunnen, verweven als zij zijn met waarderingen van feitelijke aard, voor het overige niet op juistheid worden onderzocht. De oordelen zijn niet onbegrijpelijk of anderszins onvoldoende gemotiveerd. Hierop stuiten de onderdelen 1a - 1e en 1g af.

4.13.3 Volgens onderdeel 1f gaat het bij de vraag of sprake is van misleidende mededelingen als bedoeld in art. 6:194 BW mede om de context waarin de mededelingen worden gedaan, en had het hof daarom bij zijn beantwoording van de vraag of het prospectus misleidend is, mede de uitlatingen van [betrokkene 1] in de media over haar aandelenbezit moeten betrekken die (ook

volgens het hof blijktens zijn rov. 2.13.5, 2.13.8, 2.13.9 en 2.14.4) door World Online en de Banken gecorrigeerd hadden moeten worden teneinde de onjuiste indruk omtrent het aandelenbezit van [betrokkene 1] bij het publiek weg te nemen.

Het onderdeel neemt terecht tot uitgangspunt dat de tekst van een prospectus moet worden gezien in samenhang met de context waarin het prospectus wordt uitgegeven, en dat daarom niet uitgesloten is dat het prospectus, hoewel op zichzelf niet onduidelijk of misleidend, vanwege mededelingen die namens de uitgevende instelling in diezelfde periode buiten het prospectus om worden gedaan, voor de belegger toch misleidend kan zijn. Het hof heeft dit evenwel niet miskend, doch kennelijk geoordeeld dat een dergelijk geval zich hier niet voordoet.

Het hof heeft immers, mede gelet op hetgeen in rov. 2.13.5 - 2.13.10 over de mondelinge uitlatingen van [betrokkene 1] is overwogen (zie over die kwestie hierna in 4.26), geoordeeld dat de onjuiste indruk over het aandelenbezit van [betrokkene 1] bij het publiek (nl. de indruk dat zij nog geen aandelen World Online had verkocht) in het leven is geroepen doordat haar mondelinge uitlatingen, hoewel strikt genomen juist, door gebrek aan openheid op dit punt verwarring hebben veroorzaakt, en dat, nu de tekst van het prospectus op dit punt duidelijk genoeg was (rov. 2.11.4 en 2.13.7), die verwarring slechts kon worden weggenomen door het geven van de voor de beleggers relevante informatie op het moment dat daartoe aanleiding bestond (rov. 2.13.5 slot) en het betrachten van openheid over de verkoop van de Kalexer-aandelen op de momenten dat zij ([betrokkene 1]) daartoe de gelegenheid had (rov. 2.13.8). Het onderdeel faalt derhalve.

#### (b) Verkoopprijs van de Kalexer-aandelen

4.14.1 Het hof heeft, na een weergave van de standpunten van partijen (rov. 2.12.1 en 2), als volgt geoordeeld over de vraag of het prospectus misleidend is doordat daarin niet is vermeld voor welke prijs de Kalexer-aandelen zijn verkocht.

Ten tijde van de beursgang gold geen regeling die World Online met zoveel woorden verplichtte de door Kalexer bedongen prijs in het prospectus te vermelden. In art. 8 FR gaat het steeds om eisen te stellen aan vermelding in het prospectus van de financieel-economische situatie van de uitgevende instelling, waartoe verkoop door derden van aandelen van de uitgevende instelling niet kan worden gerekend, ook al is die derde de voorzitter van de raad van bestuur van die instelling. De (volgens VEB) open norm van art. 8 FR verplicht derhalve niet, ook niet bij een ruime uitleg daarvan, tot de door VEB voorgestane publicatie van de door [betrokkene 1] voor de Kalexer-aandelen bedongen prijs. Dat laat echter onverlet dat een prospectus, ook als regelgeving daartoe niet uitdrukkelijk verplicht, al die informatie dient te bevatten die aan een uitgevende instantie bekend is, om een belegger in staat te stellen een verantwoorde beleggingsbeslissing te nemen. Indien, zoals in het betoog van VEB besloten ligt, [betrokkene 1] door het aanvaarden van een zeer lage prijs voor de Kalexer-aandelen tot uitdrukking brengt zelf weinig vertrouwen te hebben in de toekomst van haar bedrijf, dan is dat informatie die bekend gemaakt moet worden. In dit geval echter is de prijs die [betrokkene 1] verkreeg overeengekomen onder andere omstandigheden, en op een eerder tijdstip dan de totstandkoming van de introductieprijs, terwijl de uiteindelijk door [betrokkene 1] te verkrijgen opbrengst van de Kalexer-aandelen afhankelijk is van een aantal modaliteiten, waardoor een eenvoudige vergelijking van de prijs van \$ 6,04 en € 43,- mank gaat. Dat alles leidt tot de conclusie dat niet kan worden gezegd dat door het niet vermelden van de prijs van de Kalexer-aandelen in het prospectus aan de beleggers belangrijke informatie is onthouden. (rov. 2.12.3)

VEB komt met onderdeel 2 van middel II tegen deze overweging op.

4.14.2 Anders dan onderdeel 2c betoogt, behelsden noch art. 8 FR, noch AEX-Mededeling 98-096 een (algemene) verplichting om in het prospectus te vermelden voor welke prijs de aandelen van de uitgevende instantie in het jaar voorafgaand aan de beursintroductie zijn verkocht. Pas met de publicatie door Euronext van Mededeling 2000-167 in november 2000 - derhalve nadat de beursintroductie van World Online had plaatsgevonden - is een dergelijke algemene verplichting in het leven geroepen. Voordien bestond ingevolge art. 8 van Mededeling 98-096 slechts de verplichting om alle wijzigingen in het houderschap van de aandelen gedurende de periode van één jaar voorafgaande aan de publicatie van het prospectus te vermelden, zonder dat bepaald was dat daarbij tevens de koopprijs vermeld moest worden.

Gelet op de hiervoor in 4.10.1 vermelde, uit art. 4 van richtlijn 80/390/EEG voortvloeiende strekking van art. 8 FR, dient een uitgevende instelling echter ook informatie in het prospectus op te nemen die, hoewel niet uitdrukkelijk voorgeschreven, nodig is voor de belegger om zich een verantwoord oordeel te kunnen vormen over het vermogen, de financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van de uitgevende instelling, teneinde een verantwoorde beleggingsbeslissing te kunnen nemen. Het hof heeft dat evenwel, anders dan in onderdeel 2c wordt betoogd, op zichzelf niet miskend, nu het heeft overwogen dat indien [betrokkene 1] door het aanvaarden van een zeer lage prijs voor de Kalexer-aandelen tot uitdrukking brengt zelf weinig vertrouwen te hebben in de toekomst van haar bedrijf, dat informatie is die bekend gemaakt moet worden.

4.14.3 Gegrand daarentegen is de motiveringsklacht van onderdeel 2a tegen het oordeel van het hof dat niet gezegd kan worden dat belangrijke informatie aan de beleggers is onthouden door het niet vermelden van de prijs van \$ 6,04 per aandeel die [betrokkene 1], voorzitter van de raad van bestuur van World Online, eind december 1999 voor de verkoop van de (geconverteerd) 14.898.500 Kalexer-aandelen was overeengekomen. Het hof heeft aan dit oordeel ten grondslag gelegd dat de prijs van \$ 6,04 onder andere omstandigheden en eerder is tot stand gekomen dan de introductieprijs en bovendien de uiteindelijk door [betrokkene 1] te verkrijgen opbrengst afhankelijk is van een aantal modaliteiten (waarmee het hof kennelijk het oog heeft op de in het prospectus vermelde winstdelingsregeling met BayStar), en dat daarom een eenvoudige vergelijking van die prijs met de introductieprijs van €43,- mank gaat.

Deze motivering vormt geen toereikende weerlegging van de stelling van VEB dat het bij die \$ 6,04 gaat om een op zichzelf en zonder meer voor de beleggers relevant en daarom in het prospectus op te nemen gegeven. VEB heeft terecht aangevoerd dat het destijds lastig was om de waarde van ICT-bedrijven te schatten. Dat klemt temeer voor World Online, een onderneming die ten tijde van de beursgang slechts enkele jaren actief was en steeds verliezen had geleden, en waarvan de introductieprijs (mede daarom) grotendeels op verwachtingen was gebaseerd. Onder die omstandigheden was de prijs waarvoor [betrokkene 1], medeoprichtster en boegbeeld van World Online, zelf zeer kort voor de beursintroductie bereid is geweest afstand te doen van een aandelenpakket dat een belang van 6,35% in die onderneming vertegenwoordigde - uiteraard bezien in samenhang met de, wel in het prospectus vermelde, winstdelingsregeling ten gunste van Kalexer bij doorverkoop door BayStar -, een van de relevante objectieve oriëntatiepunten voor de potentiële belegger om te kunnen beoordelen of de introductieprijs reëel was. Het betreft derhalve in de genoemde omstandigheden een gegeven dat van materieel belang is voor de beleggingsbeslissing van de 'maatman-belegger' en dat derhalve in het prospectus vermeld had moeten worden.

4.14.4 World Online en de Banken hebben in de feitelijke instanties hun stelling dat de prijs van \$ 6,04 voor de Kalexer-aandelen geen relevante informatie was die in het prospectus vermeld diende te worden, niet alleen gestoeld op de omstandigheid dat de prijs moet worden bezien in samenhang met de in het prospectus vermelde winstdelingsregeling (waarmee hiervoor in 4.14.3 al rekening is gehouden), maar ook op de volgende omstandigheden:

- (a) de verkoop door Kalexer betrof aandelen in de besloten vennootschap World Online B.V. die een statutaire blokkeringsregeling kende; dat heeft een waardedrukkend effect op deze aandelen in vergelijking met de aandelen in de beursgenoteerde vennootschap World Online, mede in verband met het risico dat de voorgenomen beursgang niet zou doorgaan;
- (b) na verkoop van de Kalexer-aandelen is in de periode van december 1999 tot maart 2000 het abonneebestand van World Online nog met 25% toegenomen (van 1,2 naar 1,5 miljoen abonnees), hetgeen de waarde van de onderneming heeft verhoogd;
- (c) na verkoop van de Kalexer-aandelen zijn in de periode tot medio maart 2000 de beurskoersen van internetfondsen nog aanzienlijk (verder) gestegen;
- (d) na verkoop van de Kalexer-aandelen bleek vanuit de (grijze) markt een immense vraag naar aandelen World Online te bestaan.

Deze omstandigheden zijn evenwel onvoldoende zwaarwegend om een ander oordeel te kunnen rechtvaardigen dan hiervoor aan het slot van 4.14.3 is geformuleerd. Omstandigheid (b) is immers af te leiden uit het prospectus, en voor zover de andere genoemde omstandigheden niet reeds voor de gemiddelde belegger van algemene bekendheid kunnen worden geacht, hadden World Online en de Banken die omstandigheden in het prospectus kunnen vermelden teneinde de prijs van \$ 6,04 in perspectief te plaatsen ten opzichte van de uitgifteprijs.

4.14.5 Conclusie uit het voorgaande is dat de motiveringsklachten van onderdeel 2a gegrond zijn en dat de Hoge Raad dit geschilpunt zelf kan afdoen. De overige klachten van onderdeel 2 behoeven geen behandeling. Gelet op hetgeen hiervoor is overwogen, kan niet anders geoordeeld worden dan dat het prospectus misleidend is geweest doordat daarin niet de prijs is vermeld waarvoor de Kalexer-aandelen zijn verkocht.

De Hoge Raad zal daarom hierna in zijn beslissing, met vernietiging van het arrest van het hof in zoverre, alsnog een daartoe strekkende verklaring voor recht opnemen.

(c) Bestemming emissieopbrengst

4.15.1 Na een weergave van de standpunten van partijen in rov. 2.15.1 - 2.15.4, heeft het hof als volgt geoordeeld over de vraag of de mededelingen in het prospectus over de bestemming van de emissieopbrengst misleidend zijn.

Uit schema A van het Fondsenreglement volgt dat in het prospectus melding dient te worden gemaakt van de voorgenomen bestemming van de netto-opbrengst van een emissie. Aan dat voorschrift is voldaan in de paragraaf Use of Proceeds op blz. 33, terwijl uit de uiteenzetting omtrent de verplichtingen van World Online jegens haar financier ABN AMRO op de blz. 52, 53, 99 en 100, voldoende duidelijk wordt wat de omvang is van World Online's verplichtingen jegens ABN AMRO en de wijze waarop daaraan zal worden voldaan. Dat dit een en ander niet geconcentreerd is vermeld in het prospectus, is niet een zodanige spreiding van informatie dat een belegger deze daardoor niet met een in redelijkheid te verlangen inspanning aan het prospectus kon ontlenuen. (rov. 2.15.5)

VEB komt met onderdeel 3 tegen deze overweging op.

4.15.2 Volgens art. 2.3.9 van Schema A bij het Fondsenreglement moet het prospectus informatie bevatten over de "netto-opbrengst van de emissie voor de uitgevende instelling en voorgenomen bestemming daarvan, bijvoorbeeld financiering van het investeringsprogramma of versterking van de financiële positie van de uitgevende instelling". Uit de algemene bewoordingen van de hier genoemde voorbeelden kan worden afgeleid dat een globale aanduiding van de bestemming van de opbrengst volstaat. Tegen deze achtergrond geeft het oordeel van het hof geen blijk van een onjuiste rechtsopvatting. Het oordeel is ook niet onbegrijpelijk of onvoldoende gemotiveerd. Het onderdeel faalt derhalve.

(d) Conversiekoers

4.16.1 Omtrent de vraag of het niet vermelden van de conversiekoers waartegen ABN AMRO haar leningen aan World Online kon omzetten in aandelen World Online indien deze de leningen niet tijdig zou aflossen, misleidend is, heeft het hof (na een weergave van de standpunten van partijen in rov. 2.16.1 - 2.16.4) als volgt overwogen.

De conversiekoers is niet van belang voor de beleggers bij de beantwoording van de vraag of zij al dan niet aandelen World Online wilden verwerven. De conversiekoers is immers alleen van belang in de situatie dat de voorgenomen beursgang geen doorgang zou vinden, waardoor voor World Online de liquiditeiten zouden ontbreken om de leningen van ABN AMRO af te lossen. Uit die koers kan niet worden afgeleid in welke mate ABN AMRO vertrouwen stelde in de onderneming van World Online en in haar toekomstplannen, en dat is de informatie die beleggers van belang achtten voor hun beslissing. Bij deze uitkomst ziet het hof noch aanleiding deskundigen te benoemen, noch om VEB tot bewijs toe te laten, omdat het een noch het ander tot een andere uitkomst kan leiden. (rov. 2.16.5)

VEB komt met onderdeel 4 tegen deze overweging op.

4.16.2 De in onderdeel 4 aangevoerde klachten kunnen niet tot cassatie leiden. Zulks behoeft, gezien art. 81 RO, geen nadere motivering nu de klachten niet nopen tot beantwoording van rechtsvragen in het belang van de rechtseenheid of de rechtsontwikkeling.

(e) De lock up-verplichtingen

4.17.1 Na een weergave van de passage in het prospectus over de lock up-verplichtingen (rov. 2.18.1) en van de standpunten van partijen (rov. 2.18.2 - 2.18.4), heeft het hof omtrent de vraag of het prospectus misleidend was omdat bij de beschrijving van de lock up-verplichtingen niet was vermeld dat [betrokkene 1] en [betrokkene 2] (commissaris van World Online) passieve investor van BayStar waren en op die manier bij doorverkoop van de Kalexer-aandelen door BayStar zouden meedelen in de winst of het verlies, als volgt geoordeeld.

Ten aanzien van [betrokkene 1] blijkt uit het prospectus dat bij de Kalexer-transactie aandelen World Online aan BayStar zijn verkocht, dat zij zou meedelen in de winst die BayStar daar mogelijkwerwijs op zou maken en dat BayStar niet gebonden was aan de lock up. Voor het overige staat zowel ten aanzien van [betrokkene 1] als [betrokkene 2] niet meer vast dan dat zij passieve investor in BayStar waren. VEB stelt wel dat zij ook zeggenschap hadden over BayStar, maar zij heeft geen feiten of omstandigheden aangevoerd waaruit dat kan volgen. De enkele omstandigheid dat BayStar - mogelijk na een aanwijzing van [betrokkene 1], VEB concretiseert niet waaruit die aanwijzing heeft bestaan - na de beursgang van World Online alsnog dezelfde lock up-verplichting heeft aanvaard als andere aandeelhouders van World Online, is niet voldoende om de stelling van VEB deugdelijk te onderbouwen. Het hof gaat daarom aan deze

stelling voorbij en ziet evenmin aanleiding World Online, ABN AMRO of Goldman Sachs op te dragen gegevens ter zake in het geding te brengen, zoals VEB heeft verzocht. (rov. 2.18.5) Tegen deze overweging komt VEB met onderdeel 5 op.

4.17.2 Voor de beoordeling van dit onderdeel is het volgende van belang.

De lock up-verplichting, zoals opgenomen in het prospectus en (gedeeltelijk) door het hof geciteerd in rov. 2.18.1, houdt zakelijk weergegeven in dat World Online en haar commissarissen, bestuurders en bepaalde aandeelhouders gedurende zes maanden na de beursintrodactie geen aandelen World Online zullen verkopen, te koop aanbieden of overdragen. VEB heeft betoogd dat de beschrijving van de lock up in het prospectus onvolledig was omdat niet vermeld is dat [betrokkene 1] en [betrokkene 2] belangen hadden in BayStar, hetgeen misleidend is omdat op die manier de lock up-verplichting door hen kon worden omzeild. Immers, als BayStar, die niet was gebonden aan een lock up-verplichting, aandelen World Online zou vervreemden, zouden [betrokkene 1] en [betrokkene 2] daarvan profiteren; dat is ook gebeurd omdat BayStar direct na de beursintrodactie grote aantallen aandelen World Online heeft verkocht. Naar aanleiding van dit betoog heeft de rechtbank in rov. 15-16 als volgt overwogen:

"15. (...) Gedaagden hebben onweersproken aangevoerd dat [betrokkene 2] en [betrokkene 1] limited partners en dus alleen investeerders waren in de Amerikaanse beleggingsonderneming Baystar. VEB c.s. hebben tegenover deze betwisting verder niet onderbouwd dat [betrokkene 1] en [betrokkene 2] enige zeggenschap hadden in Baystar. De enkele omstandigheid dat Baystar na de beursgang op aanwijzing van [betrokkene 1] het aanbieden van aandelen WOL staakte, is daartoe, mede gezien het betoog van gedaagden dat [betrokkene 1] het management van Baystar alleen heeft verzocht het aandeel WOL niet verder te laten verzwakken, niet voldoende. Nu moet worden aangenomen dat [betrokkene 2] en [betrokkene 1] enkel belegden in Baystar, zonder verdere zeggenschap, is de beschrijving van de lock-up verplichting in het prospectus niet misleidend.

16. Dat [betrokkene 1] via de winstdelingsregeling profiteerde van een doorverkoop van aandelen WOL door Baystar is, anders dan VEB c.s. hebben betoogd, evenmin misleidend weergegeven. In het prospectus (op pag. 99) is immers duidelijk vermeld dat Kalexer II N.V. (in geld en/of aandelen) meedeelde in de winst die Baystar behaalde bij verkoop en dat Kalexer II N.V. volledig in handen was van [betrokkene 1]. Hoewel niet kan worden ontkend dat deze hele gang van zaken per saldo betekende dat [betrokkene 1] tijdens de lock-up periode zou kunnen profiteren van een verkoop van aandelen WOL, kan een en ander niet als strijdig met de lock-up verplichting worden beschouwd omdat ook hier geldt dat niet is gebleken dat [betrokkene 1] enige zeggenschap had in Baystar."

Tegen deze overwegingen is VEB - zowel in het principale appel tegen de Banken, als in het incidentele appel tegen World Online - opgekomen met grief 8. Daarin betoogt VEB, kort gezegd, dat voor de vraag of de lock up-verplichting is geschonden, niet van belang is of [betrokkene 1] en [betrokkene 2] al dan niet zeggenschap hadden in BayStar. Zowel [betrokkene 1] als [betrokkene 2] waren immers, zo is gebleken, "passive investor" in BayStar. Dit betekent dat zij als stille vennoot zouden meedelen in de winst en eventueel het verlies van BayStar. Nergens in het prospectus wordt echter vermeld dat zij betrokken waren bij BayStar als investeerder en/of stille vennoot, en evenmin wordt vermeld dat zij meedelen in de verkoopwinst van aandelen World Online direct na de beursintrodactie. Het zeggenschaps criterium is voorts

niet van belang omdat het erom gaat dat [betrokkene 1] en [betrokkene 2] bij een mogelijke verkoop van de aandelen door BayStar zouden meeprofitieren van de winst, hetgeen een schending van de lock up-verplichting zou zijn. De rechtbank heeft hier ten onrechte een extra criterium toegevoegd. Indien en voor zover zeggenschap van [betrokkene 1] in BayStar wel van belang zou zijn voor de vraag of het prospectus misleidend was, geldt dat [betrokkene 1] in ieder geval feitelijk zeggenschap had, ook al zou geoordeeld worden dat die zeggenschap wellicht geen contractuele basis had. Onder verwijzing naar een artikel in NRC Handelsblad betoogt VEB dat geen sprake was van een "verzoek" van [betrokkene 1] aan BayStar om de verkoop van de aandelen te staken, en voor zover wel sprake was van een "verzoek" dat zulks gelet op de positie van [betrokkene 1] als bestuursvoorzitter van World Online moet worden opgevat als een "aanwijzing", waarmee in ieder geval sprake is van feitelijke zeggenschap. Hetzelfde geldt voor [betrokkene 2] op grond van zijn positie als commissaris van World Online. Voor zover zeggenschap wel van belang zou zijn, zou op grond van documenten vastgesteld moeten worden dat [betrokkene 1] en [betrokkene 2] geen zeggenschap hebben in BayStar, zodat VEB het hof verzoekt op grond van art. 22 Rv. World Online en de Banken op te dragen deze documenten in het geding te brengen. Aldus nog steeds VEB in (haar toelichting op) grief 8.

4.17.3 In het oordeel van het hof in rov. 2.18.5 ligt besloten dat het primaire betoog van VEB in grief 8, inhoudende dat voor de onderhavige kwestie zeggenschap van [betrokkene 1] en [betrokkene 2] in BayStar niet van belang is, wordt verworpen. Het hof heeft kennelijk geoordeeld dat de lock up-verplichting van [betrokkene 1] en [betrokkene 2], zoals die op grond van het prospectus door de 'maatman-belegger' mag worden begrepen, moet worden geacht (tevens) te gelden voor een vennootschap waarover zij zeggenschap hebben, maar niet zonder meer voor een vennootschap waarover zij geen zeggenschap hebben, ook al delen zij indirect in de opbrengsten uit verkoop van aandelen World Online door die vennootschap. Nu [betrokkene 1] en [betrokkene 2] slechts passieve investor (derhalve zonder zeggenschap) in BayStar waren, behoefde die omstandigheid volgens het hof dan ook niet in het prospectus vermeld te worden. Dit oordeel geeft op zichzelf geen blijk van een onjuiste rechtsopvatting. Weliswaar is mogelijk dat ook bij verkoop van aandelen World Online door een vennootschap waarover [betrokkene 1] en [betrokkene 2] geen zeggenschap hebben, door hen in strijd gehandeld wordt met hun lock up-verplichting zoals die door de 'maatman-belegger' op grond van het prospectus mag worden begrepen, zodat een dergelijke situatie in het prospectus vermeld had moeten worden, maar daarvoor zijn naast het indirect meedelen in de opbrengsten van die verkoop bijkomende omstandigheden vereist. Hierbij kan gedacht worden aan een relatief grote omvang van het pakket World Online binnen de beleggingsportefeuille van BayStar, of een relatief groot belang in BayStar van [betrokkene 1] en [betrokkene 2] vergeleken met die van andere investeerders in BayStar, dan wel aan een ten tijde van de beursintroductie reeds bestaande wetenschap van [betrokkene 1] en [betrokkene 2] dat BayStar binnen de lock up-periode zou overgaan tot een omvangrijke verkoop van aandelen World Online. Dergelijke bijkomende omstandigheden zijn in de feitelijke instanties evenwel niet aangevoerd. Daarom is de verwerping door het hof van het primaire betoog van VEB - inhoudende dat het prospectus onvolledig was door het enkele feit dat (niet vermeld was dat) [betrokkene 1] en [betrokkene 2], ook al hadden zij geen zeggenschap over BayStar, op indirecte wijze profiteerden van de verkoop van aandelen World Online - niet in strijd met enige rechtsregel, noch onbegrijpelijk of onvoldoende gemotiveerd.

Het voorgaande brengt mee dat de onderdelen 5a - 5c geen doel treffen.

4.17.4 Wat betreft het subsidiaire betoog van VEB in grief 8 (inhoudende dat indien en voor zover zeggenschap van [betrokkene 1] en [betrokkene 2] over BayStar wel van belang zou zijn, [betrokkene 1] en [betrokkene 2] feitelijke zeggenschap hadden over BayStar) heeft het hof geoordeeld dat VEB geen feiten en omstandigheden heeft aangevoerd waaruit die zeggenschap kan volgen, en dat de enkele stelling van VEB dat BayStar - mogelijk na een aanwijzing van [betrokkene 1], zonder dat VEB concretiseert waaruit die aanwijzing heeft bestaan - na de beursgang van World Online alsnog dezelfde lock up-verplichting heeft aanvaard als andere aandeelhouders van World Online, niet voldoende is om die zeggenschap te onderbouwen. Dit oordeel moet aldus worden verstaan dat VEB niet in voldoende mate aan haar stelplicht inzake die zeggenschap heeft voldaan.

Voor zover onderdeel 5d klaagt dat het hof de stelplicht ter zake van de zeggenschap van [betrokkene 1] en [betrokkene 2] over BayStar ten onrechte bij VEB heeft gelegd, berust het op een onjuiste rechtsopvatting. Voorts is, anders dan het onderdeel betoogt, de enkele stelling van VEB dat het prospectus "onvolledig is geweest doordat daarin niet is vermeld dat [betrokkene 1] en [betrokkene 2] een belang hebben in BayStar" niet toereikend om te bereiken dat World Online en de Banken op grond van art. 6:195

lid 1 BW dienen te bewijzen dat [betrokkene 1] en [betrokkene 2] geen zeggenschap hadden over BayStar. Zoals immers hiervoor in 4.17.3 is overwogen, is de enkele omstandigheid dat [betrokkene 1] en [betrokkene 2] een belang hebben in BayStar en daardoor op indirecte wijze profiteren van de verkoop van aandelen World Online, onvoldoende om te kunnen concluderen dat het prospectus, door van dat belang geen melding te maken, onvolledig en derhalve misleidend was.

Ook faalt de klacht van onderdeel 5d dat het hof ten onrechte is voorbijgegaan aan de stelling van VEB dat World Online en de Banken over de nodige gegevens beschikken waaruit bedoelde zeggenschap kan blijken en dat zij ten onrechte weigeren die gegevens in deze procedure mee te delen en/of over te leggen. In de eerste plaats miskent de klacht dat het hof heeft geoordeeld dat VEB niet aan haar stelplicht ter zake van de bedoelde zeggenschap heeft voldaan, zodat het hof niet meer hoefde te oordelen over de vraag of en door wie het al of niet bestaan van zeggenschap over BayStar moet worden bewezen. Bovendien miskent de klacht, voor zover betoogd wordt dat het hof de in art. 6:195 lid 1 BW bepaalde omkering van de bewijslast ten onrechte niet heeft toegepast, dat VEB in (de toelichting op) grief 8 niet geklaagd heeft over het oordeel van de rechtbank (rov. 15) dat het op de weg van VEB ligt om te onderbouwen dat [betrokkene 1] en [betrokkene 2] enige zeggenschap hadden in BayStar. VEB heeft in hoger beroep evenmin betoogd dat de bewijslast te dezer zake, anders dan de rechtbank kennelijk tot uitgangspunt had genomen, op World Online en de Banken rust. In grief 8 is uitsluitend met een beroep op art. 22 Rv. aan het hof verzocht om World Online en de Banken op te dragen bepaalde documenten in het geding te brengen, zonder dat daaraan ten grondslag is gelegd dat de bewijslast op World Online en de Banken rust. Een klacht van die strekking kan niet voor het eerst in cassatie naar voren gebracht worden.

Het voorgaande brengt mee dat ook onderdeel 5d niet tot cassatie kan leiden.

#### (f) Optieregelingen

4.18.1 VEB heeft in de feitelijke instanties betoogd (kort samengevat) dat het prospectus met betrekking tot de beschrijving van de optieregelingen misleidend is doordat slechts een gemiddelde uitoefenprijs van de aan de commissarissen verleende opties is vermeld, terwijl het relatief hoge gemiddelde werd veroorzaakt omdat ook de pas na de emissie aan commissaris [betrokkene 2] te verlenen opties waren meegerekend, terwijl bovendien onvolledige informatie

was gegeven over de positie van commissaris [betrokkene 3] en over de reden voor toekenning van opties aan hem. Na een weergave van de mededelingen hieromtrent in het prospectus (rov. 2.19.1) en van de standpunten van partijen (rov. 2.19.2 - 2.19.5), heeft het hof, kort samengevat, als volgt geoordeeld.

De opgave in het prospectus voldoet aan het vereiste van art. 6.2.1 van Schema A van het Fondsenreglement. In dit geval voldoet de opgave van de gemiddelde uitoefenprijs, omdat deze samenhangt met de opgave van het totaal aantal verleende opties. Nu de opties aan [betrokkene 2] zeker zouden worden verleend, was het ook juist deze in het totaal te betrekken. Ook was de vermelding van €39,- als geschatte uitoefenprijs voor deze opties juist, nu deze immers afhangt van het tijdstip van uitoefening. In het voorlopig prospectus is de uitoefenprijs geschat op €39,- zijnde het midden van de bandbreedte van uitgifte. Ook ten aanzien van [betrokkene 3] geldt dat de aan hem verstrekte opties mochten worden meegenomen in het totaal van de aan commissarissen verstrekte opties. Nu evenwel het prospectus een beter inzicht had moeten geven in de relatie tussen [betrokkene 3] en World Online - niet vermeld is dat [betrokkene 3] reeds voordat hij per 1 maart 2000 werd benoemd tot commissaris van World Online, aan World Online advies- en consultancydiensten had verleend en dat de optierechten hem ook voor die diensten zijn verleend - is het prospectus op dit punt onvolledig. (rov. 2.19.6)

Voor zover deze overweging betrekking heeft op [betrokkene 2], komt VEB daartegen met onderdeel 6 op.

4.18.2 De in het onderdeel aangevoerde klachten kunnen niet tot cassatie leiden. Zulks behoeft, gezien art. 81 RO, geen nadere motivering nu de klachten niet nopen tot beantwoording van rechtsvragen in het belang van de rechtseenheid of de rechtsontwikkeling.

(g) Vaststelling van en mededelingen over de introductieprijs

4.19.1 Volgens VEB hebben World Online en de Banken een veel te hoge bandbreedte en introductieprijs vastgesteld voor het aandeel World Online in verhouding tot de waarde van de onderneming, waardoor zij onrechtmatig hebben gehandeld jegens de beleggers. Bovendien zijn de beleggers misleid ten aanzien van de prijs en de wijze van berekening van de prijs. Het hof heeft hieromtrent, na een weergave van de standpunten van World Online en de Banken (rov. 2.20.1 - 2.20.3), als volgt geoordeeld.

VEB heeft haar stelling dat de introductieprijs te hoog was in verhouding tot de waarde van de onderneming van World Online nauwelijks toegelicht. Dat de boekwaarde van de onderneming van World Online ten tijde van de beursgang de introductieprijs niet rechtvaardigde is juist, maar dat is ook duidelijk uiteengezet op blz. 35 van het prospectus. De beleggers konden derhalve weten dat berekend aan de hand van de boekwaarde van de onderneming van World Online, de waarde van een aandeel slechts €6,26 was. De prijs van een aandeel wordt echter niet bepaald door de boekwaarde van de onderneming maar door vraag en aanbod op de effectenmarkt, waarbij de boekwaarde een aanwijzing kan zijn. World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs hebben voorts uiteengezet dat zij getracht hebben de marktprijs van een aandeel World Online zo goed mogelijk te benaderen. VEB heeft daartegenover niets aangevoerd dat tot de conclusie kan leiden dat de wijze van waardering, waarbij vooral toekomstverwachtingen een rol speelden, onjuist was. Dat alles kon de beleggers bekend zijn uit het prospectus. Bovendien werden zij in perspublicaties gewaarschuwd voor de prijs van het aandeel World Online, waarbij als voorbeeld gewezen kan worden op een column van de directeur van VEB in het blad Spits van 6 maart 2000. Mede gelet op alles dat ten tijde van de beursgang bekend was of kon zijn bij de beleggers, heeft VEB nog immer onvoldoende onderbouwd dat de vaststelling van de introductieprijs niet

juist is geschied of dat het prospectus ten aanzien van de prijs onvoldoende of onjuiste informatie heeft gegeven, laat staan dat de beleggers daardoor kunnen zijn misleid. De opvatting van VEB dat haar wederpartijen moeten aantonen dat de introductieprijs niet onjuist of onzorgvuldig is vastgesteld, vindt geen steun in het recht. (rov. 2.20.4)

Tegen deze overweging is onderdeel 8 gericht.

4.19.2 Blijkens art. 6:194, aanhef en onder d, BW kan een mededeling betreffende de prijs van aangeboden goederen of diensten, of de wijze van berekenen van die prijs, misleidend zijn. In deze bepaling gaat het niet om de vraag of de in feite te betalen prijs op zichzelf 'juist' of marktconform is, maar om de vraag of over (de berekening van) de in feite te betalen prijs misleidende informatie wordt gegeven.

Het hof heeft de stellingen van VEB kennelijk aldus opgevat dat World Online en de Banken bij de vaststelling van de introductieprijs van het aandeel World Online onzorgvuldig hebben gehandeld door zich daarbij te bedienen van onjuiste en onbetrouwbare gegevens en methoden en door zelf een grote vraag naar het aandeel te creëren, als gevolg waarvan de vastgestelde introductieprijs - naar World Online en de Banken wisten - (veel) te hoog was in verhouding tot de reële waarde van de onderneming van World Online, terwijl beleggers juist mochten vertrouwen dat de prijs op zorgvuldige wijze zou worden vastgesteld in overeenstemming met de waarde van de onderneming. In die stellingen ligt derhalve naar het oordeel van het hof niet besloten dat het prospectus onjuiste of onvolledige informatie geeft over (de berekening van) de door de beleggers bij inschrijving in feite te betalen prijs. Dit oordeel is in cassatie op zichzelf niet bestreden.

Dit brengt mee dat de stellingen van VEB met betrekking tot de introductieprijs niet beoordeeld moeten worden aan de hand van de art. 6:194-195 BW, maar aan de hand van de algemene regels inzake onrechtmatige daad. Anders dan onderdeel 8g betoogt, komt VEB dan ook geen beroep toe op de in art. 6:195 voorziene omkering van de bewijslast.

4.19.3 Het hof heeft zijn oordeel dat World Online en de Banken bij de vaststelling van de introductieprijs niet onrechtmatig hebben gehandeld, hierop gegrond dat de prijs van een aandeel niet wordt bepaald door de boekwaarde van een onderneming maar door vraag en aanbod op de effectenmarkt, waarbij de boekwaarde een aanwijzing kan zijn; dat VEB tegenover de uiteenzettingen van World Online en de Banken (weergegeven in de rov. 2.20.1 - 2.20.3) dat zij hebben getracht de marktprijs van het aandeel zo goed mogelijk te benaderen, niets heeft aangevoerd dat tot de conclusie kan leiden dat de wijze van waardering (waarbij het hof kennelijk het oog heeft op de gehanteerde boek building-methode) onjuist was; dat bij die waardering vooral toekomstverwachtingen een rol spelen; dat dit alles bekend kon zijn bij de beleggers; en dat VEB onvoldoende heeft onderbouwd dat in het prospectus onjuiste of onvoldoende informatie ten aanzien van de prijs staat, laat staan dat de beleggers daardoor kunnen zijn misleid. Deze oordelen geven geen blijk van een onjuiste rechtsopvatting en zijn in het licht van het partijdebat niet onbegrijpelijk of onvoldoende gemotiveerd. Anders dan onderdeel 8b klaagt, heeft het hof niet miskend dat VEB haar stellingen baseerde op discrepantie tussen de introductieprijs en (niet de boekwaarde maar) de werkelijke waarde van de onderneming van World Online.

Voor zover geklaagd wordt dat bij de vaststelling van de introductieprijs is uitgegaan van onjuiste gegevens omtrent het aantal betalende en actieve abonnees, bouwt de klacht voort op een door het hof in rov. 2.22 verworpen stelling, tegen welke verwerping in cassatie tevergeefs wordt opgekomen (zie hierna in 4.28).

Ook de overige klachten van de onderdelen 8a - 8g kunnen niet tot cassatie leiden. Zulks behoeft, gezien art. 81 RO, geen nadere motivering nu de klachten niet nopen tot beantwoording van rechtsvragen in het belang van de rechtseenheid of de rechtsontwikkeling.

## D2. Klachten van World Online en de Banken in de incidentele beroepen (4.20 - 4.23)

4.20 Het hof heeft de verwijten van VEB die betrekking hebben op de inhoud van het prospectus ten aanzien van de hierna onder (h) tot en met (j) vermelde onderdelen gehonoreerd, en het heeft geoordeeld dat niet alleen World Online, maar ook de Banken daardoor onrechtmatig hebben gehandeld.

In cassatie staat niet ter discussie dat de Banken, die als lead managers World Online hebben geassisteerd bij (de voorbereiding van) de plaatsing van de effecten in de markt en in dat verband een belangrijke rol hebben gespeeld bij het vervaardigen en verspreiden van het prospectus, tezamen met World Online aangemerkt moeten worden als degenen die de inhoud en inkleiding van de mededelingen in het prospectus geheel of ten dele zelf hebben bepaald zoals bedoeld in art. 6:195 lid 1, en dat zij te dien aanzien geen voorbehoud hebben gemaakt als bedoeld aan het slot van rov. 4.3 van HR 2 december 1994, nr. 15488, LJN ZC1562, NJ 1996, 246.

### (h) Loopbaanbeschrijving van [betrokkene 1]

4.21.1 Naar aanleiding van het verwijt van VEB dat bij de loopbaanbeschrijving van [betrokkene 1] in het prospectus alleen maar haar successen zijn opgenomen, maar niet de financiële ondergang is vermeld van een aantal ondernemingen waarbij zij was betrokken, overweegt het hof, na een weergave van de desbetreffende passage in het prospectus (rov. 2.10.1) en van de standpunten van partijen (rov. 2.10.2 - 2.10.3), als volgt.

In het prospectus wordt een uiterst beknopt overzicht gegeven van de loopbaan van [betrokkene 1] als ondernemer en bestuurder van 1975 tot 2000. Hoewel het in dat beknopte overzicht uiteraard niet mogelijk is een volledig beeld te schetsen, dient degene die het prospectus uitgeeft er wel naar te streven binnen die beperking een zo juist mogelijk beeld te geven door zowel positieve als negatieve informatie te vermelden, met name daar waar de informatie van belang is voor potentiële beleggers. Door wel te vermelden dat [betrokkene 1] A-line Holding B.V. heeft opgericht en geleid, maar niet te melden dat A-line kort nadat [betrokkene 1] uit het bestuur was getreden failliet is verklaard, onthoudt de uitgever van het prospectus een belegger voor deze laatste mogelijk relevante informatie. Dat die informatie relevant is volgt ook uit de na de beursintroduktie van World Online uitgegeven AEX-mededeling 2000-167. Ook door het niet vermelden van de omstandigheid dat [betrokkene 1] betrokken was bij de beursintroduktie van Newtron, die op een debacle is uitgelopen, onthoudt het prospectus aan een belegger relevante informatie. Zonder aan het beknopte karakter van de beschrijving van de loopbaan van [betrokkene 1] af te doen, was het eenvoudig mogelijk geweest voormelde informatie in het prospectus op te nemen. De informatie die de beleggers omtrent de loopbaan van [betrokkene 1] hebben ontvangen was dus te beknopt en niet volledig genoeg. (rov. 2.10.4)

Tegen deze overweging wordt in de incidentele beroepen opgekomen met onderdeel 2 van World Online, onderdeel 1 van ABN AMRO, en onderdeel 2 van Goldman Sachs.

4.21.2 Het ten tijde van de beursgang van World Online geldende art. 6.1 van Schema A bij het Fondsenreglement bepaalde onder meer dat in het prospectus de belangrijkste door bestuurders van de uitgevende instelling buiten de onderneming uitgeoefende activiteiten vermeld worden, wanneer deze van belang zijn voor de uitgevende instelling. De bepaling schreef weliswaar niet met zoveel woorden voor dat ook faillissementen waar bestuurders bij betrokken zijn geweest

worden vermeld (zoals eind 2000 wel is vastgelegd in Mededeling 2000-167), maar tegen de achtergrond van hetgeen hiervoor in 4.10.1 is overwogen over de strekking van art. 8 lid 2 FR en Schema A, dient de vermelding in het prospectus van de andere activiteiten van bestuurders, waaronder hun loopbaan tot aan de beursintroductie, op zodanig evenwichtige wijze te geschieden en zodanige gegevens te bevatten, dat de beleggers mede daardoor in staat zijn een verantwoorde beleggingsbeslissing te nemen. Daarom zal het prospectus - ook onder de gelding van art. 8 lid 2 FR en Schema A - onder omstandigheden melding dienen te maken van faillissementen waarbij bestuurders van de uitgevende instelling betrokken zijn geweest. Hetzelfde geldt voor het vermelden van andere 'negatieve' feiten betreffende de loopbaan van haar bestuurders die de beleggingsbeslissing van de 'maatman-belegger' kunnen beïnvloeden. Het oordeel van het hof dat in het prospectus van World Online vermeld had moeten worden dat A-line kort nadat [betrokkene 1] uit het bestuur was getreden failliet is verklaard en dat zij betrokken is geweest bij de beursintroductie van Newtron die op een debacle is uitgelopen, geeft derhalve geen blijk van een onjuiste rechtsopvatting. Dat oordeel is voorts niet onbegrijpelijk of onvoldoende gemotiveerd, ook niet in het licht van de door World Online en de Banken gestelde omstandigheden dat het faillissement van A-line en de beursintroductie van Newtron meer dan vijf jaren voor de beursgang van World Online hebben plaatsgevonden en dat [betrokkene 1] persoonlijk geen verwijt kan worden gemaakt van de bedoelde negatieve gebeurtenissen.

4.21.3 Op het voorgaande stuiten de belangrijkste rechts- en motiveringsklachten van de hier aan de orde zijnde onderdelen af. Ook de overige klachten van deze onderdelen kunnen niet tot cassatie leiden. Zulks behoeft, gezien art. 81 RO, geen nadere motivering nu die klachten niet nopen tot beantwoording van rechtsvragen in het belang van de rechtseenheid of de rechtsontwikkeling.

(i) Overname van Telitel

4.22.1 Met betrekking tot het verwijt van VEB dat het definitieve prospectus misleidend is omdat daarin vermeld is dat World Online de aandelen in het Zweedse bedrijf Telitel AB had verworven, terwijl in werkelijkheid slechts sprake was van een koop zonder dat de aandelen overgedragen waren (terwijl de aandelen ook naderhand niet aan World Online zijn overgedragen), heeft het hof, na een weergave van hetgeen het definitieve prospectus hierover inhoudt (rov. 2.17.1) en van de standpunten van partijen (rov. 2.17.2 - 2.17.5), als volgt overwogen.

Het definitieve prospectus is onjuist waar het Telitel betreft. Het mag zo zijn dat in het spraakgebruik de term "verwerven" wordt gebruikt in het geval aandelen zijn aangekocht maar nog niet zijn overgedragen, en dat dit ook zo in het definitieve prospectus tot uitdrukking is gebracht met de termen *acquired* en *closing*, maar dat neemt niet weg dat door het opnemen van Telitel als een 100 % dochter van World Online in het organogram op blz. 32 van het definitieve prospectus (dat de "operating companies as of March 16, 2000" van World Online vermeldt), de indruk is gewekt dat Telitel reeds deel uitmaakte van het World Online-concern, hetgeen niet het geval was. Daaraan kan niet afdoen dat Telitel niet is vermeld in het staatje op blz. 70 van het prospectus, omdat het daarbij gaat om activiteiten van World Online per 31 december 1999. Niet gebleken is dat het beschrijvende overzicht dat boven dat staatje is opgenomen, uitgaat van een andere datum. World Online tracht thans het belang van Telitel voor haar onderneming te bagatelliseren, maar uit een persbericht van 16 maart 2000 blijkt dat zij ten tijde van de beursgang daar anders over dacht, aangezien [betrokkene 1] spreekt van "a strong footprint in Sweden". (rov. 2.17.6)

Tegen deze overweging wordt opgekomen door onderdeel 4 van World Online, onderdeel 2 van ABN AMRO, en onderdeel 3 van Goldman Sachs.

4.22.2 De in deze onderdelen aangevoerde klachten kunnen niet tot cassatie leiden. Zulks behoeft, gezien art. 81 RO, geen nadere motivering nu de klachten niet nopen tot beantwoording van rechtsvragen in het belang van de rechtseenheid of de rechtsontwikkeling.

(j) Optieregeling van [betrokkene 3]

4.23 Hiervoor in 4.18.1 is het oordeel van het hof (rov. 2.19.6) weergegeven dat het prospectus onvolledig was met betrekking tot de optieregeling van [betrokkene 3]. Tegen dat oordeel wordt opgekomen door onderdeel 5 van World Online (voorwaardelijk), onderdeel 3 van ABN AMRO, en onderdeel 4 van Goldman Sachs (eveneens voorwaardelijk).

Nu het hof in rov. 2.24.2 heeft geoordeeld dat niet aannemelijk is dat de beleggers zijn misleid door de onvolledige mededeling omtrent de optieregeling van [betrokkene 3], en de klacht daartegen van VEB geen doel treft (zie hierna in 4.35), is de voorwaarde waaronder zowel World Online als Goldman Sachs het onderdeel hebben voorgedragen niet vervuld, en heeft ABN AMRO geen belang bij behandeling van het door haar voorgedragen onderdeel.

E. Aansprakelijkheid van World Online voor mededelingen buiten het prospectus (4.24 - 4.29)

4.24 VEB heeft in de feitelijke instanties ook een aantal verwijten aangevoerd die betrekking hebben op mededelingen van World Online en [betrokkene 1] in de pers, welke mededelingen volgens VEB misleidend waren. Het hof heeft die verwijten gegrond bevonden ten aanzien van: (k) uitlatingen van [betrokkene 1] over haar aandelenbezit (rov. 2.13), en (l) persberichten van World Online over allianties met andere bedrijven (rov. 2.21). Tegen deze oordelen hebben World Online en de Banken in hun incidentele beroepen klachten gericht. Het hof heeft de verwijten van VEB daarentegen verworpen ten aanzien van (m) uitlatingen van [betrokkene 1] over belminuten, abonnees en omzet (rov. 2.25), en (n) een patroon van optimistische berichtgeving. Daartegen heeft VEB in het principale beroep klachten aangevoerd. Bij de beoordeling van deze klachten moet het volgende worden vooropgesteld.

Algemene overwegingen

4.25.1 De art. 6:194 e.v. BW hebben ook betrekking op (schriftelijke of mondelinge) mededelingen van de uitgevende instelling die buiten het prospectus, maar wel in verband met het aanbieden van de effecten zijn gedaan. Daarbij kan het bijvoorbeeld gaan om mededelingen die nadere informatie over de beursgang of de uitgevende instelling bevatten of die een nadere toelichting op het prospectus behelzen, maar ook om mededelingen die belangstelling voor de voorgenomen beursgang (pogen te) wekken. Voor al deze mededelingen geldt evenzeer als voor het prospectus dat zij ingevolge art. 6:194 BW niet misleidend mogen zijn voor de 'maatman-belegger'.

4.25.2 Ten aanzien van mededelingen die niet in voldoende verband staan met of niet in voldoende mate gericht zijn op de beursgang zelf, en daarom niet kunnen gelden als mededelingen "omtrent aangeboden goederen of diensten" (hier: de effecten) als bedoeld in art. 6:194, maar die wel in de periode rond de beursgang gedaan worden en betrekking hebben op de onderneming van de uitgevende instelling, dient de uitgevende instelling de in het maatschappelijk verkeer betamende zorgvuldigheid in acht te nemen met het oog op de belangen

van potentiële beleggers (waarbij ook hier de 'maatman-belegger' tot uitgangspunt moet worden genomen). Dat brengt mee dat ook dergelijke mededelingen moeten stroken met hetgeen in het prospectus is vermeld, en geen onjuiste indruk of ongefundeerde verwachtingen mogen wekken aangaande de situatie waarin de onderneming van de uitgevende instelling verkeert of zal komen te verkeren. Derhalve zal vaak ook terughoudendheid betracht moeten worden met berichtgeving waarin positieve ontwikkelingen met betrekking tot de uitgevende instelling worden aangekondigd. De hier bedoelde algemene zorgvuldigheidsverplichtingen golden ook in de periode van begin 2000 toen de beursgang van World Online plaatsvond.

Opmerking verdient overigens dat deze zorgvuldigheidsverplichtingen niet (geheel) samenvallen met een verplichting tot het in acht nemen van een zogenaamde 'stille periode', welke immers betrekking heeft op het maken van reclame gericht op de beursgang zelf (vgl. thans art. 5:20 Wft en voordien art. 4 van Mededeling 2000-167).

4.25.3 Een eventuele aansprakelijkheid van de uitgevende instelling voor misleidende of anderszins onrechtmatige mededelingen die buiten het prospectus door of namens haar, dan wel aan haar toerekenbaar, openbaar zijn gemaakt, stuit niet af op de omstandigheid dat het prospectus (ten aanzien van het desbetreffende onderwerp) wél juiste en volledige informatie geeft en (derhalve) niet misleidend is. Evenmin kan de uitgevende instelling dan met succes een beroep doen op een clause in het prospectus waarin de potentiële belegger gewaarschuwd wordt om niet af te gaan op andere informatie dan in het prospectus is vermeld. Van algemene bekendheid is immers dat potentiële beleggers niet altijd (uitsluitend) de informatie die in het prospectus is vermeld zullen raadplegen; met dat gegeven moet een uitgevende instelling derhalve rekening houden bij het doen van mededelingen buiten het prospectus. Daarbij komt dat een clause als zojuist bedoeld de uitgevende instelling niet ontslaat van haar verplichting zich te onthouden van het doen van mededelingen die misleidend zijn of niet stroken met hetgeen in het prospectus is vermeld, of die anderszins een onjuiste indruk wekken aangaande de situatie waarin haar onderneming verkeert of naar verwachting zal komen te verkeren.

4.25.4 Indien bij het publiek waarop het prospectus zich richt, hoewel de daarin opgenomen informatie juist en volledig is, desondanks een onjuist beeld dan wel verwarring of onduidelijkheid heerst omtrent een onderwerp dat voor de beleggingsbeslissing van belang is, rust op de uitgevende instelling in beginsel niet de verplichting om zulks, bijvoorbeeld door het openbaar maken van een persbericht of andere mededeling, te corrigeren. Als uitgangspunt geldt immers dat een uitgevende instelling bij een beursintroductie kan volstaan met het uitbrengen van het wettelijk voorgeschreven prospectus, waarin de (juiste en volledige) informatie is opgenomen die nodig is om de belegger in staat te stellen een verantwoorde beleggingsbeslissing te nemen. Zij hoeft dus in beginsel ook niet te reageren op berichten in de media waaruit blijkt dat een onjuist beeld dan wel verwarring of onduidelijkheid over een relevant onderwerp bestaat. Deze regel lijdt evenwel uitzondering indien het onjuiste beeld, dan wel de verwarring of onduidelijkheid, een voor potentiële beleggers relevante kwestie betreft en in het leven is geroepen door mededelingen van of namens de uitgevende instelling zelf of die aan haar kunnen worden toegerekend. In een dergelijk geval rust op de uitgevende instelling een uit het ongeschreven recht voortvloeiende verplichting om door het doen van een publieke mededeling in aanvulling op het prospectus, zoals bijvoorbeeld een persbericht, opheldering te geven over de desbetreffende aangelegenheid.

Ook indien aan de uitgevende instelling niet kan worden toegerekend dat sprake is van een onjuist beeld dan wel van verwarring of onduidelijkheid, is niet geheel uitgesloten dat de

uitgevende instelling toch gehouden is tot correctie of opheldering door het openbaar maken van mededelingen in aanvulling op het prospectus. Dat zal met name het geval kunnen zijn indien omtrent een onderwerp dat voor de beleggingsbeslissing van aanmerkelijk belang is, in de relevante markt in aanzienlijke mate sprake blijkt te zijn van een onjuist beeld dan wel verwarring of onduidelijkheid.

(k) Uitspraken van [betrokkene 1] over haar aandelenbezit

4.26.1 Ten aanzien van deze kwestie heeft het hof, na een weergave van hetgeen [betrokkene 1] hierover in een drietal contacten met de media had gezegd (rov. 2.13.1) en van de standpunten van World Online en VEB (rov. 2.13.2 - 2.13.3), als volgt geoordeeld in de rov. 2.13.4 - 2.13.10. Voor beleggers was het relevante informatie dat [betrokkene 1] de Kalexer-aandelen enige maanden voor de beursgang had verkocht, omdat daaruit kon blijken in welke mate [betrokkene 1] vertrouwen had in haar eigen onderneming. Dat klemt in dit geval temeer daar World Online tot dan nog zeer verlieslatend was en een belegging in aandelen World Online louter gebaseerd was op gunstige toekomstverwachtingen. Uit de omstandigheid dat [betrokkene 1] een substantieel deel van haar aandelen World Online had verkocht, had - mogelijk - afgeleid kunnen worden dat zijzelf geen vertrouwen had in deze onderneming. (rov. 2.13.4)

Uit geen van de uitspraken van [betrokkene 1] die door het hof in rov. 2.13.1 zijn aangehaald, blijkt dat zij de Kalexer-aandelen had verkocht. Anders dan VEB meent, zien deze uitspraken alle op de situatie in maart 2000. [betrokkene 1] verklaart steeds dat zij bij de beursgang geen aandelen gaat verkopen. Die mededelingen zijn strikt genomen juist, temeer daar gesteld noch gebleken is dat [betrokkene 1] bij de beursgang aandelen heeft verkocht. Ook het antwoord van [betrokkene 1] op de persconferentie van 1 maart 2000 ("I didn't sell any shares at this time") is juist, in aanmerking genomen de door het hof geschetste context waarin [betrokkene 1] haar verklaring heeft afgelegd. In die context kan het zinnetje - hoewel grammaticaal wellicht niet helemaal correct - niet anders betekenen dan dat [betrokkene 1] ten tijde van de beursgang geen aandelen zou verkopen. Evenwel moet wel geconcludeerd worden dat [betrokkene 1] de voor beleggers relevante informatie omtrent de verkoop van de Kalexer-aandelen niet heeft gegeven op het moment dat daartoe aanleiding was, terwijl dat gelet op het belang van die informatie en haar mogelijkheden daartoe, wel op haar weg had gelegen. (rov. 2.13.5)

In alle door het hof aangehaalde gevallen trad [betrokkene 1] op als bestuursvoorzitter en zegsvrouw van World Online teneinde informatie te geven over en belangstelling te wekken voor de op handen zijnde beursgang van World Online. De informatie die [betrokkene 1] gaf over haar privé-aandelenbezit was voor de beleggers van belang omdat daaruit gegevens kunnen worden afgeleid omtrent het vertrouwen dat de bestuursvoorzitter heeft in de toekomst van haar bedrijf. Deze informatie moet dan ook in de gegeven omstandigheden aan World Online worden toegerekend. [betrokkene 1]s taak was mede om belangstelling te wekken voor de beursgang van World Online en voor de verkoop van aandelen World Online. Deze mededelingen moeten derhalve worden gezien in samenhang met het prospectus. Dat [betrokkene 1] ter gelegenheid van de beursgang van World Online bepaalde mededelingen niet heeft gedaan terwijl deze wel van haar mochten worden verwacht, valt binnen het kader van de aanprijzing van goederen en komt derhalve binnen de reikwijdte van art. 6:194 BW. (rov. 2.13.6)

Zorgvuldige lezing van de bladzijden 96, 99 en 101 van het prospectus leidt tot het inzicht dat [betrokkene 1] de Kalexer-aandelen ruim voor de beursgang had verkocht en dat haar resterende belang in World Online minder dan 5% was. Desondanks bestond in ieder geval bij een groot deel van de pers de onjuiste indruk dat [betrokkene 1] geen aandelen World Online had verkocht. Die indruk is mede in de hand gewerkt door [betrokkene 1] omdat zij in geen van de gevallen

waarin zij daartoe in de gelegenheid was, openheid heeft betracht over de verkoop van de Kalexer-aandelen. Van de onjuiste informatie in de media kan en zal de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger hebben kennisgenomen en mede aan de hand daarvan zijn beslissing tot al dan niet aankopen van aandelen World Online hebben genomen. In veel gevallen zal deze belegger geen kennis hebben genomen van het prospectus, ook al niet omdat - zoals VEB onbestreden heeft opgemerkt - dit slecht verkrijgbaar was, hetgeen een omstandigheid is die World Online behoorde te betrekken bij haar afweging al dan niet naast het prospectus nadere informatie te verstrekken. (rov. 2.13.7 - 2.13.8)

Nu [betrokkene 1] zegsvrouwe was van World Online, kan niet worden aangenomen dat de op blz. 3 van het prospectus opgenomen disclaimer (zie hiervoor in 3.1.(v)) ook betrekking heeft op haar verklaringen. Deze verklaringen moeten in het maatschappelijk verkeer aan World Online worden toegerekend, zodat de beleggers mochten afgaan op hetgeen [betrokkene 1] heeft gezegd of juist niet heeft gezegd. Dat klemt temeer nu het prospectus niet eenvoudig te verkrijgen was voor de beleggers. Doordat World Online onvoldoende inzicht heeft gegeven in de verkoop door [betrokkene 1] van de Kalexer-aandelen, heeft zij onzorgvuldig jegens de beleggers gehandeld. (rov. 2.13.9 - 2.13.10)

4.26.2 World Online is tegen deze overwegingen opgekomen met onderdeel 3, waarbij aantekening verdient dat het onderdeel terecht niet bestrijdt dat de hier aan de orde zijnde uitlatingen van [betrokkene 1] ten overstaan van de pers mededelingen zijn die binnen het bereik van art. 6:194 BW vallen.

De klachten van onderdeel 3.1 komen naar de kern genomen erop neer dat het hof miskend heeft dat de 'maatman-belegger' uitsluitend behoort af te gaan op het prospectus en niet (mede) op informatie uit de media, ook al is de onjuiste indruk bij de pers dat [betrokkene 1] geen aandelen had verkocht mede in de hand gewerkt door [betrokkene 1], hetgeen aan World Online kan worden toegerekend; en dat zulks temeer klemt waar in het prospectus waarschuwingen waren opgenomen dat potentiële beleggers niet mochten vertrouwen op andere informatie dan die welke in het prospectus was opgenomen. Deze klachten falen omdat zij, blijkens hetgeen hiervoor in 4.25.3 is overwogen, uitgaan van een onjuiste rechtsopvatting.

Onderdeel 3.2.2 betoogt dat een potentiële belegger bij slechte verkrijgbaarheid van het prospectus hetzij moet zorgdragen het prospectus te verkrijgen, hetzij moet afzien van aankoop van de desbetreffende aandelen, althans dat hij er zich niet op kan beroepen dat hij aandelen heeft gekocht zonder kennis te hebben genomen van het prospectus vanwege de slechte verkrijgbaarheid daarvan. Die opvatting kan evenwel in haar algemeenheid niet als juist aanvaard worden. Bij de klacht van onderdeel 3.2.1 dat onbegrijpelijk is het oordeel van het hof dat het prospectus slecht verkrijgbaar was, heeft World Online geen belang omdat, gelet op hetgeen hiervoor in 4.25.3 is overwogen, de oordelen van het hof ook juist zijn indien het prospectus goed verkrijgbaar was.

De onderdelen 3.4.1 - 3.4.3 bestrijden het oordeel van het hof dat [betrokkene 1] dan wel World Online gehouden waren nadere informatie over het aandelenbezit van [betrokkene 1] te verstrekken. De onderdelen falen evenwel. Het oordeel van het hof in de rov. 2.13.5 - 2.13.10 komt hierop neer dat de onjuiste indruk over het aandelenbezit van [betrokkene 1] bij het publiek (nl. de indruk dat zij nog geen aandelen World Online had verkocht) in het leven is geroepen doordat haar mondelinge uitlatingen, hoewel strikt genomen juist, door gebrek aan openheid op dit punt verwarring hebben veroorzaakt, en dat die verwarring slechts kon worden weggenomen door het geven van de voor de beleggers relevante informatie op het moment dat daartoe aanleiding bestond en het betrachten van openheid over de verkoop van de Kalexer-aandelen op

de momenten dat zij ([betrokkene 1]) daartoe de gelegenheid had, alsmede dat World Online onzorgvuldig jegens de beleggers heeft gehandeld door onvoldoende inzicht in de verkoop door [betrokkene 1] van de Kalexer-aandelen te geven. Deze oordelen geven, gelet op hetgeen hiervoor in 4.25.4 is uiteengezet, geen blijk van een onjuiste rechtsopvatting en behoeften geen nadere motivering, nu het hof heeft vastgesteld dat de verkoop van de Kalexer-aandelen voor de beleggers relevante informatie vormde en dat de verwarring hieromtrent is veroorzaakt door (gebrek aan openheid in) de uitlatingen van [betrokkene 1], die aan World Online kunnen worden toegerekend.

De in de onderdelen 3.3 en 3.5 - 3.9 aangevoerde klachten bouwen ten dele voort op de hiervoor verworpen klachten, en treffen derhalve in zoverre geen doel. Ook voor het overige kunnen zij niet tot cassatie leiden. Zulks behoeft, gezien art. 81 RO, geen nadere motivering nu die klachten niet nopen tot beantwoording van rechtsvragen in het belang van de rechtseenheid of de rechtsontwikkeling.

4.26.3 ABN AMRO heeft tegen de rov. 2.13.4 - 2.13.10 van het hof in onderdeel 5 klachten aangevoerd, en Goldman Sachs in onderdeel 6. Voor zover deze klachten betrekking hebben op het oordeel van het hof dat [betrokkene 1] in haar uitlatingen ten overstaan van de pers onvoldoende openheid heeft betracht over de verkoop van de Kalexer-aandelen, waardoor bij het publiek daarover een onjuiste indruk en verwarring is ontstaan, en dat World Online onzorgvuldig heeft gehandeld door daaromtrent onvoldoende inzicht te geven, kunnen zij geen doel treffen op grond van hetgeen hiervoor in 4.25 (in het algemeen) en 4.26.2 (met betrekking tot de overeenkomstige klachten van World Online) is overwogen.

De klachten van ABN AMRO in onderdeel 5 hebben voor het overige betrekking op het oordeel van het hof in rov. 2.14.4 dat ook de Banken zelf in verband met deze kwestie onrechtmatig hebben gehandeld. Die klachten zullen hierna onder F besproken worden.

4.26.4 VEB klaagt met onderdeel II.11 dat het hof in de rov. 2.13 - 2.13.10 is voorbijgegaan aan haar (door de rechtbank in rov. 23 gegrond geoordeelde) stelling dat de onjuiste berichtgeving in de media over het aandelenbezit van [betrokkene 1] niet alleen is terug te voeren op uitlatingen van [betrokkene 1], maar ook op een of meer uitdrukkelijke mededelingen van "een woordvoerder van World Online" over de omvang van dat bezit, die evenmin door World Online zijn gecorrigeerd.

Het onderdeel faalt. Noch de rechtbank, noch het hof heeft deze stelling opgevat als een aparte, zelfstandig dragende grond voor aansprakelijkheid, doch kennelijk slechts als een door VEB aangevoerde omstandigheid die bijdraagt aan het oordeel dat [betrokkene 1] met haar uitlatingen onduidelijkheid heeft geschapen over haar aandelenbezit. Dat berust op een aan de feitenrechter voorbehouden uitleg van de gedingstukken en is niet onbegrijpelijk. Dat de rechtbank in rov. 23 - terloops en ter ondersteuning van haar oordeel dat de uitlatingen van [betrokkene 1] misleidend waren - heeft geoordeeld dat (ook) uitlatingen van "een woordvoerder van WOL in Londen" impliciet de indruk bevestigen dat het belang van [betrokkene 1] geen wijziging had ondergaan, bracht niet mee dat ook het hof apart op deze stelling moest ingaan.

(I) Persberichten over allianties met andere bedrijven

4.27.1 Met betrekking tot de vraag of World Online onrechtmatig heeft gehandeld door het publiceren van de hiervoor in 3.1.(iii) genoemde persberichten, heeft het hof, na een weergave van de inhoud van deze persberichten (rov. 2.21.1) en van de standpunten van partijen (rov. 2.21.2 - 2.21.5), als volgt geoordeeld.

Op 24 november 2000 (derhalve ruim na de beursgang van World Online) is Euronext Mededeling 2000-167 gepubliceerd inhoudende Voorwaarden met betrekking tot initial public offerings (IPO). Deze Mededeling is het gevolg van evaluatie in april-juni 2000 naar aanleiding van ervaringen met IPO's, waaronder ook de beursgang van World Online. Dat heeft geleid tot aanscherping van de toepassing van normen die zijn neergelegd in het Fondsenreglement. In § 4 van deze Mededeling is verwoord dat een uitgevende instelling een stille periode in acht moet nemen en derhalve geen reclame mag maken gericht op de IPO vanaf het tijdstip van uitgave van de publicatie waarmee het (voorlopig) prospectus algemeen verkrijgbaar wordt gesteld. Voordien bestond er geen vergelijkbaar verbod in Nederland maar wel in de Verenigde Staten. De omstandigheid dat Mededeling 2000-167 nog niet was uitgegeven neemt niet weg dat van World Online reeds in februari/maart 2000 verwacht mocht worden dat zij de publiciteit rond haar beursgang terughoudend zou organiseren. Dat klemt temeer nu zij bij die beursgang werd begeleid door ABN AMRO en Goldman Sachs, die moeten worden aangemerkt als ervaren banken die ongetwijfeld op de hoogte zullen zijn geweest van de in de Verenigde Staten wel verlangde quiet period en de ratio daarvan. Die terughoudendheid heeft World Online niet betracht. Onbestreden is immers dat [betrokkene 1] opdracht heeft gegeven aan marketing managers van World Online om in de periode van de beursgang, zo mogelijk dagelijks, nieuws over World Online te publiceren, klaarblijkelijk om het aandeel World Online in de publieke belangstelling te houden. Nu de persberichten alle gingen over allianties van World Online met belangrijke bedrijven en van deze aangekondigde allianties er vrijwel geen was die enige werkelijke substantie had, kan het handelen van World Online als niet anders dan onzorgvuldig jegens de beleggers worden gekwalificeerd. Nu het hier niet ging om daadwerkelijke allianties kan ook niet gezegd worden dat het ging om zodanig koersgevoelige informatie dat World Online gehouden was deze te publiceren, met uitzondering wellicht van het bericht van 17 maart 2000 betreffende Telitel, maar daarvan is al vastgesteld dat die mededeling niet juist was. Ten aanzien van de berichten die na 17 maart 2000 (de datum van de beursgang) zijn verschenen oordeelt het hof niet anders, omdat ook deze kennelijk bedoeld waren om het aandeel World Online in de belangstelling te houden en derhalve van invloed kunnen zijn geweest op de beslissing van beleggers die kort na de emissie aandelen hebben gekocht. (rov. 2.21.6)

4.27.2 World Online komt hiertegen op met onderdeel 6. De klachten van de onderdelen 6.1 - 6.3 komen naar de kern genomen erop neer dat ten tijde van de beursgang van World Online niet een zorgvuldigheidsnorm gold tot het betrachten van terughoudendheid bij publiciteit over (voorgenomen) allianties met andere ondernemingen. Dit uitgangspunt berust evenwel blijkens hetgeen hiervoor in 4.25.2 is overwogen op een onjuiste rechtsopvatting. De onderdelen falen derhalve.

Voorts is, anders dan de onderdelen 6.5 en 6.6 betogen, niet onbegrijpelijk dat het hof heeft geoordeeld dat van de in de persberichten aangekondigde allianties van World Online met andere bedrijven er vrijwel geen was die enige werkelijke substantie had. Dat oordeel behoeft in het licht van de gedingstukken ook geen nadere motivering.

Ook de overige klachten van onderdeel 6 kunnen niet tot cassatie leiden. Zulks behoeft, gezien art. 81 RO, geen nadere motivering nu die klachten niet nopen tot beantwoording van rechtsvragen in het belang van de rechtseenheid of de rechtsontwikkeling.

4.27.3 Ook ABN AMRO (met onderdeel 6) en Goldman Sachs (met onderdeel 8) komen op tegen rov. 2.21.6 van het hof.

Voor zover de klachten van deze onderdelen zien op de eigen verantwoordelijkheid van de Banken in verband met de persberichten van World Online, worden ze hierna onder F behandeld. Voor het overige kunnen de klachten van deze onderdelen niet tot cassatie leiden op grond van hetgeen hiervoor in 4.25.2 (in het algemeen) en in 4.27.2 (met betrekking tot de overeenkomstige klachten van World Online) is overwogen.

(m) Uitlatingen van [betrokkene 1] over belminuten, abonnees en omzet

4.28.1 Met betrekking tot de vraag of de uitlatingen van [betrokkene 1] tegenover de pers over het aantal belminuten en de omvang van World Online dusdanig onjuist waren dat zulks als onzorgvuldig of anderszins onrechtmatig aan World Online kan worden verweten, heeft het hof na een weergave van de standpunten van partijen (rov. 2.22.1 - 2.22.4) als volgt overwogen. De berekening die World Online heeft gegeven ter onderbouwing van het door [betrokkene 1] genoemde aantal van 700 miljoen abonnees, is door VEB niet voldoende bestreden. De juistheid van de berekening staat derhalve tussen partijen vast. Voorts heeft VEB onvoldoende onderbouwd dat de door [betrokkene 1] gegeven winstcijfers zodanig onjuist zijn dat deze misleidend genoemd moeten worden. Ten slotte heeft VEB niet gesteld wie de in Trouw van 3 maart 2000 genoemde uitspraak dat World Online groter is dan KPN - welke uitspraak World Online betwist - heeft gedaan. Nu in dat zelfde artikel wordt aangehaald "met ruim een half miljoen zitten we zeker boven KPN-dochter Planet Internet", waaruit volgt dat World Online niet gezegd heeft groter te zijn dan KPN als geheel, en VEB geen bewijs van de door haar gestelde uitspraak heeft aangeboden, neemt het hof aan dat deze niet gedaan is. In zoverre faalt de twaalfde grief dus wegens gebrek aan feitelijke onderbouwing. De vraag of ABN AMRO en Goldman Sachs aansprakelijk kunnen worden gehouden voor de gestelde uitspraken, kan dan onbesproken blijven. (rov. 2.22.5)

4.28.2 VEB komt tegen deze overweging op met onderdeel II.7. De klachten van het onderdeel kunnen evenwel niet tot cassatie leiden. Zulks behoeft, gezien art. 81 RO, geen nadere motivering nu de klachten niet nopen tot beantwoording van rechtsvragen in het belang van de rechtseenheid of de rechtsontwikkeling.

(n) Een patroon van optimistische berichtgeving?

4.29 VEB klaagt met onderdeel II.9 dat het hof ten onrechte (goeddeels) voorbijgegaan is aan enkele essentiële stellingen, inhoudende (a) dat sprake was van een niet gerechtvaardigd patroon van optimistische berichtgeving door World Online, (b) dat World Online welbewust een hype rond de beursgang heeft gecreëerd, (c) dat alle door VEB aangevoerde stellingen omtrent misleidende en onzorgvuldige mededelingen dan ook mede in onderling verband en samenhang moeten worden beoordeeld, en (d) dat het uiteindelijke verwijt aan World Online en de Banken dan ook luidt dat zij enerzijds een veel te positief beeld omtrent het aandeel hebben laten ontstaan en anderzijds een veel te hoge emissieprijs hebben vastgesteld.

Het onderdeel faalt op de gronden als vermeld in de conclusie van de Advocaat-Generaal onder 5.11.2, waarbij nog opmerking verdient dat het hof niet gehouden was op alle stellingen afzonderlijk in te gaan.

F. Aansprakelijkheid van de Banken voor mededelingen buiten het prospectus (4.30 - 4.33)

4.30 In verband met de door World Online gedane, dan wel aan haar toerekenbare, uitlatingen buiten het prospectus zoals hiervoor bij (k) en (l) vermeld, heeft het hof geoordeeld dat niet alleen

door World Online onrechtmatig is gehandeld maar ook door de Banken. Daartoe overwoog het hof als volgt.

De door [betrokkene 1] als bestuursvoorzitter van World Online gedane uitlatingen over haar aandelenbezit hebben in het maatschappelijk verkeer te gelden als uitlatingen van World Online. De positie van ABN AMRO en Goldman Sachs ten opzichte van [betrokkene 1] is een andere dan die van World Online. Op de Banken rustte evenwel 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 [betrokkene 1] en [betrokkene 4] 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 de Banken worden verlangd dat zij dit waar mogelijk corrigeerden, hetgeen zij niet hebben gedaan. De mededeling op pagina 3 van het prospectus dat uitsluitend mag worden afgegaan op de inhoud van het prospectus, vermag ook hen niet te vrijwaren indien en voor zover het gaat om mededelingen gedaan door functionarissen van World Online. In zoverre hebben ook de Banken onzorgvuldig gehandeld jegens de beleggers. Weliswaar kan hun niet worden tegengeworpen dat zij niet alle onjuiste informatie in de pers corrigeerden, maar dat neemt niet weg zij inderdaad tekortgeschoten zijn in de nakoming van de op hen jegens de beleggers rustende zorgplicht als hiervoor vermeld. (rov. 2.14.4)

Met betrekking tot de door World Online uitgevaardigde persberichten over allianties met andere bedrijven treft ABN AMRO en Goldman Sachs een gelijk verwijt als World Online, omdat de Banken als bij uitstek deskundigen World Online zodanig hadden dienen te begeleiden dat deze zich terughoudender had opgesteld. Een beroep op de waarschuwing op bladzijde 3 van het prospectus aan beleggers om alleen af te gaan op mededelingen in het prospectus, gaat in dit geval niet alleen niet op, maar is ook niet doeltreffend omdat het hier steeds gaat om mededelingen die van de uitgevende instelling zelf, een van de ondertekenaars van het prospectus, afkomstig waren. (rov. 2.21.6)

Bij de beoordeling van de tegen deze overwegingen aangevoerde klachten van ABN AMRO en Goldman Sachs moet het volgende worden vooropgesteld.

#### Algemene overwegingen

4.31.1 Met betrekking tot uitlatingen die door of namens de uitgevende instelling, dan wel aan haar toerekenbaar, buiten het prospectus zijn gedaan, kan een eventuele aansprakelijkheid van een bank die de emissie begeleidt slechts gegrond worden op onrechtmatige daad (art. 6:162 BW) en niet op art. 6:194 e.v. BW, nu de begeleidende bank die uitlatingen niet zelf heeft gedaan. Daarbij is van belang dat de maatschappelijke functie van de bank een bijzondere zorgplicht meebrengt ten opzichte van derden met wier belangen zij rekening behoort te houden op grond van hetgeen volgens ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt, en dat de reikwijdte van deze zorgplicht afhangt van de omstandigheden van het geval (vgl. HR 23 december 2005, nr. C04/173, LJN AU3713, NJ 2006, 289). Voor de invulling van deze zorgplicht bij een emissie zal in beginsel - op dezelfde voet als bij de verplichtingen van de bank met betrekking tot de inhoud van het prospectus - uitgegaan moeten worden van de 'maatman-belegger'.

Tot de omstandigheden die voor de invulling van deze zorgplicht van belang zijn, behoort in voorkomend geval in het bijzonder dat de bank (zoals hier het geval is bij ABN AMRO en

Goldman Sachs) (joint) global coordinator, lead manager en bookrunner is. De bank geeft dan in opdracht van de uitgevende instelling leiding aan het syndicaat van banken dat de emissie begeleidt en is daarbij verantwoordelijk voor de vaststelling van de emissieprijs, voor het verrichten van het due diligence-onderzoek en voor het opstellen en verspreiden van het prospectus. Op haar rust als syndicaatsleider een gehoudenheid om voor zover dat binnen haar invloedssfeer ligt - zoals bij het verrichten van het due diligence-onderzoek en het opstellen van het prospectus - te voorkomen dat bij potentiële beleggers een onjuist beeld van de uitgevende instelling ontstaat.

4.31.2 Op gelijke voet als is overwogen ten aanzien van de uitgevende instelling (zie hiervoor in 4.25.4), mag ook de bank die een emissie begeleidt in beginsel volstaan met het uitbrengen van het wettelijk voorgeschreven prospectus waarin de (juiste en volledige) informatie is opgenomen die nodig is om de belegger in staat te stellen een verantwoorde beleggingsbeslissing te nemen. De syndicaatsleider behoeft dus in beginsel niet te reageren op berichten in de media waaruit blijkt dat een onjuist beeld dan wel verwarring of onduidelijkheid over een relevant onderwerp bestaat. Maar ook hier geldt dat deze regel uitzondering kan lijden in de gevallen die hiervoor in 4.25.4 zijn vermeld.

Indien het onjuiste beeld, dan wel de verwarring of onduidelijkheid, een voor potentiële beleggers relevante kwestie betreft en in het leven is geroepen door uitlatingen (buiten het prospectus) van of namens dan wel toerekenbaar aan de uitgevende instelling, zal het echter, omdat de uitlatingen niet van de syndicaatsleider zelf afkomstig zijn, van de verdere omstandigheden van het geval afhangen of in reactie daarop een openbare mededeling van de syndicaatsleider, gelet op de door deze in acht te nemen zorgvuldigheid, gevergd mag worden. Daarbij zijn onder meer van belang het onderwerp waarover de verwarring of onduidelijkheid is ontstaan, de mate waarin verwarring of onduidelijkheid in de desbetreffende markt heerst, en de vraag of de syndicaatsleider - bijvoorbeeld door het geven van instructies aan de uitgevende instelling - had kunnen voorkomen dat de verwarrende uitlatingen werden gedaan. Gelet op de centrale rol die de bank als syndicaatsleider heeft bij de voorbereiding, begeleiding en uitvoering van de emissie, kan haar bijzondere zorgplicht als hiervoor vermeld dan meebrengen dat zij door het (doen) uitbrengen van een openbare mededeling, zoals bijvoorbeeld een persbericht, opheldering geeft over de desbetreffende aangelegenheid, zodat een onjuist beeld bij de beleggers zoveel mogelijk wordt voorkomen of weggenomen.

De omstandigheid dat een syndicaatsleider een in het buitenland gevestigde bank is, zal niet tot een andere beoordeling kunnen leiden. Een in het buitenland gevestigde syndicaatsleider dient bij een emissie op de Nederlandse markt ervoor te zorgen dat hij op gelijke voet als een in Nederland gevestigde syndicaatsleider kan voldoen aan de uit die hoedanigheid voortvloeiende zorgvuldigheidsverplichtingen jegens potentiële beleggers.

4.31.3 Ingevolge het ten tijde van de beursgang van World Online geldende Reglement Procedure Beursnotering van AEX (hierna: RPB), dient een bij de effectenbeurs van AEX toegelaten instelling op te treden als sponsor ('listing agent') bij de emissie. De in het RPB omschreven taken van de sponsor zijn - naast de taken die een syndicaatsleider reeds uit eigen hoofde verricht - vooral gericht op het verzorgen van het contact tussen de uitgevende instelling en de effectenbeurs. In dat verband dient de sponsor de aanvraag tot toelating van een fonds te ondertekenen (art. 1.2), en gedurende drie jaren na de datum van de eerste notering beschikbaar te zijn voor het verzorgen en begeleiden van de communicatie tussen AEX

en de uitgevende instelling en voor advies aan en ondersteuning van de uitgevende instelling (art. 6), is hij voorts - indien hij tevens optreedt als syndicaatsleider - verantwoordelijk voor een ordelijk verloop van de kapitaalmarkttransactie (art. 7), verricht hij een due diligence-onderzoek dat uitmondt in een verificatie van de juistheid en volledigheid van de mededelingen in het prospectus en in een verklaring aan AEX dat het onderzoek is verricht overeenkomstig het in het RPB bepaalde

(art. 11), en bewaart hij een dossier van dat onderzoek dat op daartoe strekkend verzoek door AEX kan worden ingezien met het oog op een formele toetsing of de sponsor het onderzoek op zorgvuldige wijze en overeenkomstig het in art. 11 bepaalde heeft verricht (art. 12). Uit de inhoud en strekking van deze bepalingen kan niet worden afgeleid dat een bank in haar hoedanigheid van sponsor een verdergaande aansprakelijkheid jegens potentiële beleggers heeft dan reeds voortvloeit uit haar hoedanigheid van syndicaatsleider (lead manager). Daarvoor is niet alleen van belang dat de taak van de sponsor vooral gericht is op het contact met de beurs, maar ook dat een sponsor niet altijd (een van de) syndicaatsleider(s) is (bijvoorbeeld indien het syndicaat uitsluitend bestaat uit buitenlandse banken), in welk geval de sponsor jegens het publiek (de potentiële beleggers) slechts een bescheiden rol heeft waarbij een verdergaande zorgplicht jegens de beleggers dan die van de syndicaatsleider(s) niet zou passen.

#### De klachten van ABN AMRO

4.32.1 ABN AMRO komt met onderdeel 4 in het algemeen op tegen de door het hof aangenomen zorgplicht voor de Banken om niet alleen een juist beeld van World Online te geven in het prospectus, maar ook bij de begeleiding van de beursgang zoveel mogelijk te voorkomen dat het juiste beeld wordt verstoord en beleggers worden misleid.

Onderdeel 4.2 mist feitelijke grondslag voor zover het uitgaat van de veronderstelling dat het hof de op ABN AMRO rustende zorgplicht heeft gebaseerd op een contractuele relatie tussen de lead manager en de beleggers. Voor zover de onderdelen 4.1 - 4.5 voorts betogen dat een lead manager zich mag beperken tot de zorg voor een juist en volledig prospectus en daarnaast geen zorgplicht heeft of kan hebben om onjuiste percepties bij potentiële beleggers te corrigeren, gaat dat betoog blijkens het hiervoor in 4.31.2 overwogene in zijn algemeenheid uit van een onjuiste rechtsopvatting. Daarbij verdient opmerking dat het hof (terecht) niet heeft geoordeeld, zoals de onderdelen 4.3 en 4.4 kennelijk veronderstellen, dat de Banken als joint lead managers gehouden zouden zijn om in het algemeen (alle) onjuiste percepties bij beleggers en derden, waaronder journalisten, te verifiëren en zondig te corrigeren. Onderdeel 4 faalt derhalve.

4.32.2 Met de onderdelen 5.2 en 5.4 - 5.7 bestrijdt ABN AMRO meer in het bijzonder rov. 2.14.4 (in samenhang met rov. 2.13.8), waarin het hof heeft geoordeeld dat de Banken zijn tekortgeschoten in de nakoming van de op hen jegens de beleggers rustende zorgplicht, nu zij het onjuiste beeld dat door de uitlatingen van [betrokkene 1] over haar aandelenbezit is ontstaan niet hebben gecorrigeerd.

Onderdeel 5.2 klaagt dat onjuist, althans onvoldoende gemotiveerd is het oordeel van het hof dat de verkeerde berichtgeving in de pers en de daaruit voortvloeiende gevolgen voor (de beleggingsbeslissing van) de belegger, niet alleen aan [betrokkene 1] en World Online, maar ook aan ABN AMRO en Goldman Sachs zouden moeten worden toegerekend. De klacht mist evenwel feitelijke grondslag, omdat het hof niet de tekortkomingen van [betrokkene 1] en World Online en de gevolgen daarvan voor de beleggers aan de Banken heeft toegerekend, maar heeft geoordeeld dat de Banken zelf zijn tekortgeschoten in de op hen rustende zorgplicht jegens de beleggers.

Zoals hiervoor in 4.31.1 is overwogen, rust op een bank die als syndicaatsleider in opdracht van de uitgevende instelling de beursgang begeleidt, een gehoudenheid om voor zover dat binnen haar invloedssfeer ligt te voorkomen dat bij potentiële beleggers een onjuist beeld van de uitgevende instelling ontstaat. Gelet op de relatie waarin een dergelijke bank tot de uitgevende instelling staat, kan die gehoudenheid onder omstandigheden ook meebrengen dat zij (leidinggevend van) de uitgevende instelling voorbereidt en instrueert met het oog op bijvoorbeeld een persconferentie, teneinde te voorkomen dat publieke uitlatingen door of namens de uitgevende instelling bij die persconferentie afbreuk doen aan hetgeen in het prospectus is vermeld en aldus verwarring scheppen. Het oordeel van het hof dat dit in het onderhavige geval ook van ABN AMRO en Goldman Sachs mocht worden verwacht, geeft dan ook geen blijk van een onjuiste rechtsopvatting. Dat oordeel is voorts, mede gezien de deskundigheid die de Banken als lead managers geacht worden te hebben op het gebied van beursintroductions en de daarmee gepaard gaande publiciteit, voldoende gemotiveerd. Ten slotte geeft ook het oordeel dat, nu niet is voorkomen dat op de persconferentie een onjuist beeld is ontstaan omtrent het aandelenbezit van [betrokkene 1], van de Banken verlangd mocht worden dat zij dit corrigeerden, gelet op hetgeen hiervoor in 4.31.2 is overwogen geen blijk van een onjuiste rechtsopvatting. Op dit een en ander stuiten de belangrijkste klachten van de onderdelen 5.4 - 5.6 af.

Onderdeel 5.7.1 klaagt over onjuistheid dan wel onbegrijpelijkheid van het oordeel van het hof dat de hiervoor in 3.1.(v) weergegeven disclaimer op blz. 3 van het prospectus de Banken niet vermag te vrijwaren. Dat oordeel geeft evenwel geen blijk van een onjuiste rechtsopvatting noch is het onvoldoende gemotiveerd, nu het hof tot uitgangspunt heeft genomen dat het mede aan de Banken zelf is te wijten dat door uitlatingen van [betrokkene 1] verwarring is ontstaan en dat zulks vervolgens niet is gecorrigeerd.

Ook de overige klachten van de onderdelen 5.4 - 5.7 kunnen niet tot cassatie leiden. Zulks behoeft, gezien art. 81 RO, geen nadere motivering nu die klachten niet nopen tot beantwoording van rechtsvragen in het belang van de rechtseenheid of de rechtsontwikkeling.

4.32.3 Met onderdeel 6 bestrijdt ABN AMRO in het bijzonder rov. 2.21.6, voor zover het hof daarin heeft geoordeeld dat de Banken een gelijk verwijt als World Online treft ten aanzien van de persberichten die geen werkelijke substantie hadden, omdat de Banken als bij uitstek deskundigen World Online zodanig hadden dienen te begeleiden dat deze zich terughoudender had opgesteld. Voor zover de klachten zien op de eigen rol van ABN AMRO (en Goldman Sachs), geldt het volgende.

Zoals hiervoor in 4.31.1 is overwogen, rust op een bank die als syndicaatsleider in opdracht van de uitgevende instelling de beursgang begeleidt, een gehoudenheid om voor zover dat binnen haar invloedssfeer ligt te voorkomen dat bij potentiële beleggers een onjuist beeld van de uitgevende instelling ontstaat. Gelet op de relatie waarin een dergelijke bank tot de uitgevende instelling staat, kan die gehoudenheid ook meebrengen dat zij de uitgevende instelling instrueert terughoudend te zijn met het doen van publieke mededelingen, teneinde te voorkomen dat potentiële beleggers hun beleggingsbeslissing baseren op misleidende of te rooskleurige informatie. Het oordeel van het hof dat dit in het onderhavige geval ook van ABN AMRO en Goldman Sachs mocht worden verwacht, geeft dan ook geen blijk van een onjuiste rechtsopvatting. Dat oordeel is voorts, mede gezien de deskundigheid die de Banken als lead managers geacht worden te hebben op het gebied van beursintroductions en de daarmee gepaard gaande publiciteit, voldoende gemotiveerd.

Ook met betrekking tot de drie persberichten die zeer kort na de beursgang van 17 maart 2000 (op de drie daarop volgende werkdagen) zijn verschenen, kon het hof tot zijn verwijt aan de

Banken komen nu het kennelijk van oordeel was dat (ook) deze persberichten bedoeld waren om het aandeel World Online in de belangstelling te houden en van invloed kunnen zijn geweest op de beleggingsbeslissing van beleggers die in de secundaire markt handelden, en dat de bijzondere zorgplicht van de Banken zich derhalve mede uitstrekke tot dergelijke persberichten, die immers in nauw verband stonden met de voorafgaande.

Op het voorgaande stuiten de belangrijkste klachten van onderdeel 6 af. Ook de overige klachten van dat onderdeel kunnen niet tot cassatie leiden. Zulks behoeft, gezien art. 81 RO, geen nadere motivering nu die klachten niet nopen tot beantwoording van rechtsvragen in het belang van de rechtseenheid of de rechtsontwikkeling.

De klachten van Goldman Sachs

4.33 Goldman Sachs komt met de onderdelen 7 en 8.5 op tegen de door het hof in de rov. 2.14.4 en 2.21.6 aangenomen zorgplicht voor de Banken. De klachten van deze onderdelen stemmen inhoudelijk grotendeels overeen met die van de onderdelen 4, 5 en 6 van ABN AMRO, en falen in zoverre dan ook op grond van hetgeen hiervoor in 4.31 (in het algemeen) en 4.32 (ten aanzien van de klachten van ABN AMRO) is overwogen.

Daarnaast beroept Goldman Sachs zich mede op de omstandigheid dat zij een in het buitenland gevestigde bank is, waardoor het voor haar moeilijker is de berichtgeving over de beursgang in Nederland te volgen. Die omstandigheid kan haar echter, zoals hiervoor in 4.31.2 is overwogen, niet baten.

Voorts doet ook de in de onderdelen 7.5 en 8.5 aangevoerde omstandigheid dat Goldman Sachs geen sponsor bij de emissie was, niet af aan de aan haar hoedanigheid van syndicaatsleider verbonden bijzondere zorgplicht (zie hiervoor in 4.31.1 en 4.31.3).

De nog niet besproken klachten van onderdeel 7 kunnen evenmin tot cassatie leiden. Zulks behoeft, gezien art. 81 RO, geen nadere motivering nu die klachten niet nopen tot beantwoording van rechtsvragen in het belang van de rechtseenheid of de rechtsontwikkeling.

G. Misleidend karakter (4.34 - 4.36)

4.34 Het hof heeft in rov. 2.24 onderzocht of de onjuist dan wel onvolledig bevonden mededelingen - derhalve de hiervoor bij (h) tot en met (l) bedoelde mededelingen en uitlatingen - een misleidend karakter hebben. Daartoe overwoog het hof als volgt.

De onjuist of onvolledig bevonden mededelingen richtten zich op een breed publiek en niet louter op effectenhandelaren. Voor de vraag of sprake is van misleiding is dan van belang of een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger door die mededelingen is misleid bij het nemen van zijn beslissing tot inschrijving op aandelen World Online of tot aankoop van die aandelen in de periode tot 3 april 2000. Naar het oordeel van het hof is dat het geval ten aanzien van de loopbaan van [betrokkene 1], het aandelenbezit van [betrokkene 1], de zeggenschap over Telitel en de persberichten. Niet aannemelijk is echter dat de beleggers zijn misleid door de onvolledige mededeling omtrent [betrokkene 3], omdat de aan hem toegekende opties in het prospectus juist zijn vermeld en niet valt in te zien dat de beleggers een andere beleggingsbeslissing hadden genomen indien zij ervan op de hoogte waren geweest dat [betrokkene 3] deze opties heeft verkregen voor zijn adviezen aan [betrokkene 1]. (rov. 2.24.2) World Online en de Banken hebben evenwel door de overige onjuiste of onvolledige mededelingen een meer optimistisch beeld gecreëerd van de waarde en de toekomstverwachtingen van de onderneming van World Online dan gerechtvaardigd was. De beleggers die daarop zijn afgegaan, zijn derhalve in zoverre misleid en World Online en de Banken hebben dan ook in zoverre onrechtmatig gehandeld jegens de beleggers. (rov. 2.24.3)

4.35 VEB klaagt met onderdeel II.12 dat het hof in rov. 2.24.2 ten onrechte tot maatstaf neemt of de beleggers, als zij de juiste feiten hadden gekend, een andere beleggingsbeslissing hadden genomen. Volgens het onderdeel is een mededeling in beginsel reeds (relevant) misleidend in de zin van art. 6:194 e.v. BW indien zij onjuist of onvolledig is en het economische gedrag van de belegger kan beïnvloeden. Met name behoeft niet te komen vaststaan dat de belegger een andere beslissing zou hebben genomen.

Blijkens hetgeen hiervoor in 4.10.4 is overwogen, is voor de kwalificatie van een onjuiste of onvolledige mededeling als misleidend in de zin van art. 6:194 BW niet vereist dat de belegger daadwerkelijk is beïnvloed door de mededeling, maar slechts dat de onjuistheid of onvolledigheid van de mededeling van voldoende materieel belang is om de 'maatman-belegger' te kunnen misleiden. Anders dan het onderdeel kennelijk tot uitgangspunt neemt, heeft het hof dit evenwel niet miskend, nu het zijn oordeel dat de onvolledigheid van het prospectus ten aanzien van de optieregeling van [betrokkene 3] niet misleidend is, hierop baseert dat niet valt in te zien dat de beleggers een andere beleggingsbeslissing hadden genomen indien zij ervan op de hoogte waren geweest dat [betrokkene 3] deze opties heeft verkregen voor zijn adviezen aan [betrokkene 1]. Daarmee brengt het hof tot uitdrukking dat de onvolledigheid van het prospectus op dit punt van onvoldoende materieel belang is om de beleggers te kunnen misleiden. Het onderdeel kan derhalve niet tot cassatie leiden.

4.36.1 Tegen de rov. 2.24.2 en 2.24.3 wordt voorts opgekomen door onderdeel 7 van World Online, door de onderdelen 7 en 8 van ABN AMRO, en door de onderdelen 5 en 9 van Goldman Sachs. Deze onderdelen bevatten ten dele identieke klachten en kunnen grotendeels tezamen behandeld worden.

4.36.2 De onderdelen berusten blijkens hetgeen hiervoor in 4.10.2 - 4.10.4 is overwogen op een onjuiste rechtsopvatting, voor zover zij (in verschillende varianten) betogen

- dat pas sprake is van misleiding in de zin van art. 6:194 e.v. BW indien (vaststaat dat) de beleggers hebben kennisgenomen van de gebrekkige informatie, en/of door die kennisneming een andere beleggingsbeslissing hebben genomen, of
- dat het hof bij zijn oordeel over het misleidend karakter van de mededelingen onderscheid had moeten maken tussen particuliere en professionele beleggers, omdat professionele beleggers niet door art. 6:194 e.v. beschermd zouden worden (zoals de onderdelen 7.13 van World Online en 5.7 en 9.7 van Goldman Sachs tot uitgangspunt nemen), of
- dat het hof het zojuist vermelde onderscheid had moeten maken omdat de aandelen World Online voor 80% aan institutionele beleggers zijn toegewezen, zodat niet zou mogen worden uitgegaan van de 'maatman-belegger' (zoals de onderdelen 7.2 van ABN AMRO en 5.2 van Goldman Sachs betogen).

4.36.3 De onderdelen missen feitelijke grondslag voor zover zij (in verschillende varianten) tot uitgangspunt nemen

- dat het hof de onjuist of onvolledig geoordeelde mededelingen in het prospectus niet heeft beoordeeld tegen de achtergrond van het prospectus als een geheel, waaronder begrepen de 15 pagina's lange risicoparagraaf, of

- dat het hof de onjuist of onvolledig geoordeelde mededelingen in en buiten het prospectus niet heeft beoordeeld tegen de achtergrond van de vele perspublicaties waarin kritische of waarschuwendende opmerkingen worden gemaakt, of
- dat het hof de aansprakelijkheid van de Banken in verband met de mededelingen van [betrokkene 1] en World Online buiten het prospectus, niet zou hebben beoordeeld op basis van art. 6:162 BW maar op basis van art. 6:194 e.v. BW (zoals de onderdelen 7.4 - 7.4.4 van ABN AMRO en 9.2.1 van Goldman Sachs betogen).

4.36.4 Ook de overige klachten van deze onderdelen kunnen niet tot cassatie leiden. Zulks behoeft, gezien art. 81 RO, geen nadere motivering nu die klachten niet nopen tot beantwoording van rechtsvragen in het belang van de rechtseenheid of de rechtsontwikkeling.

4.36.5 Onderdeel 10 van Goldman Sachs heeft geen zelfstandige betekenis en behoeft derhalve geen behandeling.

#### H. Aansprakelijkheid van de Banken voor koersmanipulatie? (4.37 - 4.39)

4.37 VEB heeft haar vordering jegens de Banken mede gegrond op de - pas in hoger beroep bij grief 15 in de zaak tegen de Banken uitgewerkte - stelling dat ABN AMRO onrechtmatig heeft gehandeld doordat zij op 17 maart 2000 (de dag van de beursintroductie van World Online) in strijd met art. 32 lid 2 Nadere Regeling toezicht effectenverkeer 1999 (Stcrt. 1999, nr. 12, blz. 8) (hierna: NR 1999) op grote schaal aandelen World Online heeft gekocht waardoor een misleidende openingskoers van €50,20 werd gecreëerd, terwijl Goldman Sachs onrechtmatig heeft gehandeld door nadien een schikking met ABN AMRO te treffen en een deel van de transacties van ABN AMRO voor rekening en risico van het syndicaat te laten komen en aldus mee te werken aan de misleidende openingskoers.

Het hof heeft in dit verband de volgende feiten vastgesteld. Voor de opening van de handel in aandelen World Online op vrijdag 17 maart 2000 heeft de hoekman een indicatiequote van €50,- voor een aandeel afgegeven. Kort voor opening bedroeg het aanbod 4.458.258 aandelen (veelal bestens orders) terwijl de vraag 552.276 aandelen bedroeg. ABN AMRO heeft aan de hoekman aangegeven het volledige aanbod tegen een koers van €50,20 te zullen opkopen. De hoekman heeft daarop de openingskoers van een aandeel World Online bepaald op €50,20. In de loop van de handelsdag bleef het aanbod groot. ABN AMRO heeft toen nog meer aandelen gekocht. Aan het eind van de handel op 17 maart 2000 had ABN AMRO 7.771.944 aandelen World Online gekocht tegen een gemiddelde koers van €48,97. Op maandag 20 maart 2000 bleek er geen eenstemmigheid te bestaan tussen ABN AMRO en Goldman Sachs over de vraag of ABN AMRO voormelde aankopen voor rekening van het syndicaat had gedaan. Goldman Sachs heeft aanvankelijk niet ingestemd met de overboeking van de door ABN AMRO gekochte aandelen naar het stabilisatieboek. ABN AMRO en Goldman Sachs hebben daarna een schikking getroffen welke inhield dat 5 miljoen aandelen zijn overgeboekt naar het stabilisatieboek tegen een vergoeding ten laste van het stabilisatieboek van €37,50 per aandeel (de slotkoers van 20 maart 2000) vermeerderd met een bedrag van €12.000.000,-- (rov. 2.23.1)

Vervolgens heeft het hof, na een weergave van de standpunten van partijen (rov. 2.23.2 - 2.23.4), als volgt over de desbetreffende stellingen van VEB geoordeeld. Het hof neemt tot uitgangspunt dat koersmanipulatie niet is toegestaan, maar dat deze regel een uitzondering kent in het geval een syndicaat voor zijn rekening maatregelen treft gericht op een stabiele prijsvorming met het oog op het in stand houden van de adequate functionering van de effectenmarkt ten behoeve van beleggers en de uitgevende instelling. Voldoende aannemelijk is geworden dat de markt voor

aandelen World Online ten tijde van de introductie op de beurs op 17 maart 2000 onevenwichtig was door een groot aantal (bestens) verkooporders tegenover een betrekkelijk gering aantal kooporders. Dat was derhalve een situatie waarin stabilisatie noodzakelijk was en ook van het syndicaat verlangd mocht worden. ABN AMRO heeft stabiliserende aankopen gedaan, welke Goldman Sachs aanvankelijk niet voor haar rekening wenste te nemen, maar door de hiervoor beschreven schikking die zij hebben getroffen acht het hof voldoende aannemelijk dat bedoelde aankooptransacties voor rekening van het syndicaat zijn gekomen. Het hof acht de koers die door de stabiliserende aankopen door ABN AMRO tot stand is gekomen niet zodanig afwijkend van de introductieprijs van het aandeel World Online, gelet ook op de marktsentimenten kort voor de introductie op de beurs zoals die bleken uit de aanmerkelijke overtekening bij de inschrijving en uit de prijsvorming op de grijze markt, dat niet gezegd kan worden dat ABN AMRO onvoldoende aansluiting heeft gezocht bij de introductieprijs. Aan VEB kan worden toegegeven dat ABN AMRO door haar aankopen de schijn creëerde dat er meer vraag was naar het aandeel World Online dan er werkelijk was, maar die schijn is nu juist de kern van marketingrijpen teneinde een stabilisatie van de markt te bewerkstelligen. Nu deze stabilisatie van de markt noodzakelijk en daarom toelaatbaar was, heeft ABN AMRO niet onrechtmatig jegens de beleggers gehandeld, en Goldman Sachs derhalve evenmin. (rov. 2.23.5)

4.38.1 Door VEB wordt met onderdeel II.10 opgekomen tegen het oordeel van het hof dat het op grote schaal aankopen van aandelen World Online door ABN AMRO op 17 maart 2000 aangemerkt moet worden als een toelaatbare koersstabilisatie, zodat de Banken niet onrechtmatig hebben gehandeld.

Bij de beoordeling van de door dit onderdeel aangevoerde klachten is het volgende, ten tijde van de beursintroductie van World Online geldende, wettelijk kader uitgangspunt. Ingevolge art. 32 lid 2, aanhef en onder b, NR 1999 dienen de Banken zich te onthouden van het creëren van een misleidende voorstelling van zaken met betrekking tot aandelen World Online (of de handel daarin) door middel van het verrichten van transacties in die aandelen. Ingevolge art. 32 lid 3 is het tweede lid onder b evenwel niet van toepassing voor zover transacties in effecten die zijn of worden toegelaten tot de officiële notering van een effectenbeurs, als oogmerk hebben de prijs van die effecten in het kader van een aanbieding van effecten bij uitgifte te stabiliseren en hierbij voldaan wordt aan de in bijlage 6 (hierna: Bijlage 6) opgenomen voorwaarden inzake koersstabilisatie. In art. 6.2 lid 1 van Bijlage 6 is bepaald dat de koersstabilisatie gericht moet zijn op het bevorderen van een stabiele prijsvorming met het oog op het in stand houden van de adequate functionering van de effectenmarkten ten behoeve van beleggers en uitgevende instellingen, terwijl lid 3 van die bepaling voorschrijft dat koersstabilisatie slechts mag plaatsvinden door middel van aan- en verkooptransacties die voor rekening en risico van het syndicaat in het desbetreffende fonds en in daaraan gelieerde effecten worden verricht. Voorts bepaalt art. 6.5 lid 2, aanhef en onder b, dat bij het vaststellen van een stabilisatiekoers gedurende de in het eerste lid bedoelde periode (dat is de periode vanaf het moment van aankondiging van de emissie tot en met de dag van sluiting van de emissie), voor een fonds dat nog niet is toegelaten tot de officiële notering aan een effectenbeurs aansluiting dient te worden gezocht bij de vastgestelde uitgifteprijs dan wel de vastgestelde bandbreedte. Anders dan ABN AMRO in cassatie heeft betoogd, eindigde de zojuist bedoelde periode in het onderhavige geval aan het einde van (vrijdag) 17 maart 2000, de dag waarop de emissie plaatsvond.

4.38.2 ABN AMRO is door de Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM) een boete opgelegd wegens overtreding van art. 32 NR 1999 in verbinding met art. 35 Bte 1995. Het beroep tegen de

bij beslissing op bezwaar gehandhaafde boete is door de rechtbank Rotterdam ongegrond verklaard, waarna het College van Beroep voor het bedrijfsleven (hierna: het CBb) bij uitspraak van 28 juli 2005, LJN AU1360, de uitspraak van de rechtbank heeft bevestigd. Onderdeel 10a betoogt dat het hof in rov. 2.23.5 ten onrechte heeft nagelaten de oordelen van het CBb tot richtsnoer te nemen bij zijn beslissing.

Bij de beoordeling van dit betoog moet vooropgesteld worden dat een behoorlijke taakverdeling tussen de burgerlijke rechter en de bestuursrechter, mede met het oog op het voorkomen van tegenstrijdige uitspraken, meebrengt dat in het geval de daartoe bij uitstek aangewezen hoogste bestuursrechter in een met voldoende waarborgen omklede bestuursrechtelijke rechtsgang onherroepelijk de verbindendheid van een algemeen verbindend voorschrift heeft uitgesproken, de burgerlijke rechter - behoudens bijzondere omstandigheden - in beginsel van dat oordeel van de bestuursrechter dient uit te gaan en zich niet opnieuw zelfstandig een oordeel over de verbindendheid van het desbetreffende voorschrift vormt (vgl. HR 26 november 2002, nr. 01089/01, LJN AE8808, NJ 2003, 81). Dit brengt mee dat, anders dan door de Banken is verdedigd, in de onderhavige procedure moet worden uitgegaan van de verbindendheid van de hier aan de orde zijnde bepalingen van de NR 1999, nu het CBb in voornoemde uitspraak deze bepalingen verbindend heeft geoordeeld.

Het voorgaande brengt evenwel niet mee dat het hof ook moest uitgaan van het oordeel van het CBb dat ABN AMRO in strijd met art. 32 NR 1999 heeft gehandeld. Het CBb had immers te oordelen over de vraag of de AFM terecht en op juiste gronden een boete aan ABN AMRO heeft opgelegd, terwijl het hof had te oordelen over de - daarvan te onderscheiden - vraag of de Banken door hun handelwijze op en na 17 maart 2000 onrechtmatig hebben gehandeld jegens de (potentiële) beleggers in aandelen World Online. Het hof diende laatstgenoemde vraag zelfstandig te beantwoorden, zonder de oordelen van het CBb daarbij tot richtsnoer te nemen. Onderdeel 10a treft derhalve geen doel.

4.38.3 Onderdeel 10b bestrijdt het oordeel van het hof dat stabilisatie noodzakelijk was en van het syndicaat verlangd mocht worden, nu de markt voor aandelen World Online ten tijde van de beursintroductie op 17 maart 2000 onevenwichtig was door een groot aantal (bestens) verkooporders tegenover een betrekkelijk gering aantal kooporders.

Het hof is kennelijk tot dit oordeel gekomen op grond van hetgeen ABN AMRO, in zoverre onweersproken, had aangevoerd omtrent de te verwachten effecten van het enorme laatoverschot bij het begin van de handel, namelijk dat indien geen koersstabilisatie zou plaatsvinden de handel als gevolg van de bestens verkooporders zou zijn geopend op een extreem lage koers van om en nabij de €0 - hetgeen niet alleen grote schade zou meebrengen voor degenen die een bestens verkooporder hadden afgegeven, maar ook de beleggers een volslagen verkeerd beeld zou geven ten aanzien van de waarde die de markt aan aandelen World Online toekende - en dat de koers daarna weer omhoog geschoten zou zijn. Tegen deze achtergrond kon het hof zonder miskenning van enige rechtsregel oordelen dat stabilisatie van de koers noodzakelijk was met het oog op het in stand houden van de adequate functionering van de effectenmarkt ten behoeve van beleggers en de uitgevende instelling, zoals art. 6.2 lid 1 van Bijlage 6 stipuleert. Anders dan het onderdeel voorts betoogt, kan voor de gerechtvaardigheid van koersstabilisatie in zijn algemeenheid niet de eis gesteld worden dat er "concrete, objectieve aanwijzingen" bestaan dat de koers weer zou gaan aantrekken. Het onderdeel treft derhalve geen doel.

4.38.4 Volgens onderdeel 10d is het hof ten onrechte voorbijgegaan aan de stelling van VEB dat de stabilisatie niet gerechtvaardigd was omdat zij niet voor rekening van het syndicaat

plaatsvond. Voor zover het hof deze stelling heeft verworpen met zijn overweging dat de stabilisatie door de schikking met Goldman Sachs alsnog voor rekening van het syndicaat is gebracht, geeft zijn oordeel volgens het onderdeel blijk van een onjuiste rechtsopvatting dan wel is zijn oordeel onbegrijpelijk, omdat instemming achteraf van het andere lid van het syndicaat niet (zonder meer) toereikend is om te voldoen aan de eis van art. 6.2 lid 3 van Bijlage 6 dat de stabilisatie plaatsvindt voor rekening en risico van het syndicaat.

Het onderdeel treft doel. In de toelichting bij art. 6.2 wordt opgemerkt dat het voorschrift dat koersstabilisatie slechts plaatsvindt voor rekening en risico van het syndicaat, het feit weerspiegelt dat het syndicaat voor het beleid en de regie van de koersstabilisatie zorg draagt en verantwoordelijk is. Dat stemt overeen met art. 6.1, onder c, volgens welke bepaling een stabilisatiekoers de door het syndicaat vastgestelde koers is waarop het syndicaat bij de emissie door middel van koersstabilisatie de prijs van de effecten probeert te stabiliseren. Volgens de toelichting hierbij is de stabilisatiekoers feitelijk de minimumkoers die het syndicaat wil trachten vast te houden, en moet deze koers voorafgaand aan de stabilisatie vastgesteld worden. Gelet op dit een en ander dient koersstabilisatie derhalve te berusten op een vooraf genomen besluit van de syndicaatsleden waarvoor zij gezamenlijk de verantwoordelijkheid dragen en dat voor hun gezamenlijke rekening en risico komt (zij het dat zij in hun onderlinge verhouding in uiteenlopende mate draagplichtig kunnen zijn). Hieraan voldoet de door het hof vastgestelde gang van zaken niet, ook niet na de tussen ABN AMRO en Goldman Sachs overeengekomen schikking. De ingevolge die schikking naar het stabilisatieboek overgeboekte aandelen zijn immers tegen een andere (lagere) koers overgeboekt dan de door ABN AMRO bewerkstelligde openingskoers. Derhalve kan niet gezegd worden dat Goldman Sachs heeft ingestemd met de gehanteerde openingskoers en die koers voor rekening en risico van het syndicaat heeft laten komen.

4.38.5 Onderdeel 10e klaagt dat het hof met zijn oordeel dat de door ABN AMRO bewerkstelligde koers van €50,20 niet zodanig afwijkend is van de introductieprijs van het aandeel World Online dat niet gezegd kan worden dat ABN AMRO onvoldoende aansluiting bij de introductieprijs heeft gezocht, heeft blijk gegeven van een onjuiste rechtsopvatting omtrent art. 6.5 van Bijlage 6, dan wel zijn oordeel onvoldoende heeft gemotiveerd.

Art. 6.5 lid 2, aanhef en onder b, bepaalt dat in een geval als het onderhavige (waarin nog geen officiële koersnotering bestaat) bij het vaststellen van een stabilisatiekoers "aansluiting [moet] worden gezocht bij de vastgestelde uitgifteprijs". Volgens de toelichting bij art. 6.5 dient de koerssteun "alleen maar om een tijdelijke bodem in de markt te leggen ter bescherming van de beleggers en uitgevende instelling", en is koersstabilisatie aan de aankoopzijde slechts toegestaan "onder of op de stabilisatiekoers dan wel, indien deze hoger is, de laatst gedane officiële notering", hetgeen "[aansluit] bij het feit dat in het laatste geval de markt immers op eigen kracht een hogere koers dan de stabilisatiekoers heeft bereikt". Uit een en ander volgt dat het voorschrift van art. 6.5 lid 2, aanhef en onder b, ertoe strekt de ingreep in het marktmechanisme van vraag en aanbod op de effectenbeurs zo gering mogelijk te doen zijn, en dat het voorschrift bij het vaststellen van de stabilisatiekoers in een situatie waarin nog geen officiële notering bestaat hooguit een relatief geringe afwijking van de uitgifteprijs toelaat.

Eventuele verwachtingen dat op de effectenmarkt een hogere koers dan die van de vastgestelde uitgifteprijs zal ontstaan, kunnen op zichzelf niet rechtvaardigen dat de stabilisatiekoers wordt vastgesteld op die verwachte hogere koers, ook al zijn die verwachtingen bijvoorbeeld ontleend aan de marktsentimenten kort voor de beursintroductie zoals blijkende uit de aanmerkelijke overtekening bij de inschrijving en uit de prijsvorming op de grijze markt. Dat de situatie bij de

beursintroductie van World Online op 17 maart 2000 door het grote aantal (bestens) verkooporders tegenover een betrekkelijk gering aantal kooporders zodanig onevenwichtig was dat stabilisatie noodzakelijk was en van het syndicaat ook verlangd mocht worden, zoals het hof (door onderdeel 10b tevergeefs bestreden) heeft geoordeeld, rechtvaardigde ingevolge art. 6.5 lid 2 dan ook slechts de vaststelling van een stabilisatiekoers op of nabij de vastgestelde uitgifteprijs. Dat zou voldoende zijn geweest om "een tijdelijke bodem in de markt te leggen ter bescherming van de beleggers en uitgevende instelling". Een (verwachte) hogere koers dan die van de uitgifteprijs dient door de markt op eigen kracht te worden bereikt en niet door een stabilisatiekoers te worden bewerkstelligd.

Onderdeel 10e is derhalve gegrond, evenals onderdeel 10c dat eveneens hierop gerichte klachten bevat.

4.39.1 Het slagen van onderdeel 10 brengt mee dat de Hoge Raad zelf dit geschilpunt kan afdoen. In aanmerking genomen hetgeen hiervoor in 4.38 is overwogen, laten de stukken van het geding geen andere conclusie toe dan dat grief 15 in het hoger beroep van VEB tegen de Banken - welke grief hierop neerkomt dat de aankoop door ABN AMRO op 17 maart 2000 van een groot aantal aandelen World Online tegen een openingskoers van €50,20 misleidend en derhalve onrechtmatig was - gegrond is. Het hof heeft immers, in zoverre in cassatie onbestreden, aan het slot van rov. 2.23.5 geoordeeld dat ABN AMRO door haar aankopen de schijn creëerde dat er meer vraag was naar het aandeel World Online dan er werkelijk was. Hierdoor, en door de mate waarin de door ABN AMRO gehanteerde aankoopkoers uitsteeg boven die van de (mede) door haar bepaalde uitgifteprijs (bijna 17% daarboven), kan niet anders geoordeeld worden dan dat ABN AMRO door middel van de aankopen op 17 maart 2000 met betrekking tot (de handel in) het aandeel World Online een misleidende voorstelling van zaken heeft gecreëerd als bedoeld in art. 32 lid 2 NR 1999. Uit hetgeen hiervoor in 4.38.4 en 4.38.5 is overwogen, volgt dat ABN AMRO zich ter rechtvaardiging daarvan niet kan beroepen op de "safe harbour" van art. 32 lid 3 NR 1999, aangezien zij bij die aankopen niet heeft voldaan aan de in Bijlage 6 bij NR 1999 opgenomen voorwaarden voor koersstabilisatie. Het creëren van de bedoelde misleidende voorstelling van zaken met betrekking tot de openingskoers levert een aan ABN AMRO toerekenbare onrechtmatige daad op. Al hetgeen ABN AMRO (verder nog) ten verweere heeft aangevoerd, kan niet tot een ander oordeel leiden.

De op het voorgaande gerichte verklaring voor recht kan derhalve toegewezen worden. De formulering daarvan wordt - overeenkomstig de stelling van VEB in haar memorie van grieven onder 229 - aldus beperkt dat de bedoelde handelwijze van ABN AMRO onrechtmatig is jegens de beleggers die aandelen World Online hebben gekocht op 17 maart 2000 dan wel die op basis van de misleidende openingskoers van 17 maart 2000 hun aandelen in de periode van 17 maart tot en met 3 april 2000 niet hebben verkocht.

Opmerking verdient nog dat ABN AMRO in haar reactie op de conclusie van de Advocaat-Generaal heeft betoogd dat het in hoger beroep gewijzigde petitum slechts een vordering van de Stichting ter zake van koersstabilisatie bevat maar niet een vordering van VEB te dier zake, zodat VEB om die reden geen belang heeft bij de klachten van onderdeel II.10. Dat betoog vindt evenwel geen grond in de gedingstukken. Het hof heeft in rov. 2.6 geoordeeld dat de Stichting niet-ontvankelijk moet worden verklaard in haar vorderingen, en heeft vervolgens in rov. 2.7 overwogen dat de overige grieven daarom alleen worden besproken voor zover van belang voor de door VEB geformuleerde vorderingen, die erop gericht zijn dat (kort gezegd) voor recht wordt verklaard dat World Online en de Banken onrechtmatig hebben gehandeld jegens de beleggers in World Online. Gelet hierop ligt in rov. 2.23, waarin het hof grief 15 behandelt, als oordeel van

het hof besloten dat de door VEB gevorderde verklaring voor recht mede beoogt de door grief 15 aan de orde gestelde aankooptransacties van ABN AMRO op 17 maart 2000 te bestrijken, ook al bevatte het petitum van VEB na de eisenwijziging in hoger beroep niet een uitdrukkelijke verwijzing daarnaar. Deze uitleg van de gedingstukken, die aan het hof als feitenrechter is voorbehouden, is in cassatie niet aangevochten.

4.39.2 Grief 15 van VEB is ook gericht tegen Goldman Sachs. In dat verband heeft VEB evenwel in de toelichting op de grief slechts aangevoerd dat Goldman Sachs onrechtmatig jegens de beleggers heeft gehandeld "door een schikking met ABN AMRO te treffen en een deel van de hierboven beschreven transactie van ABN AMRO voor rekening en risico van het syndicaat te laten komen en daardoor mee te werken aan de misleidende openingskoers." Goldman Sachs heeft ten verweere aangevoerd dat zij geen bemoeienis heeft gehad met de door VEB gestelde manipulatie van de openingskoers door ABN AMRO, en dat het treffen van een schikking tussen ABN AMRO en Goldman Sachs op 20 maart 2000 (toen de slotkoers €37,50 bedroeg) geen invloed gehad heeft (kunnen hebben) op de beweerdelijk misleidende openingskoers van 17 maart 2000. Dit verweer treft doel. Vaststaat dat ABN AMRO op 17 maart 2000 zonder overleg met of instemming van Goldman Sachs heeft besloten een openingskoers van €50,20 te hanteren. VEB heeft tegenover het verweer van Goldman Sachs niets aangevoerd dat tot de conclusie kan leiden dat het treffen van de schikking op 20 maart 2000 enige invloed heeft gehad op die openingskoers of op het verdere koersverloop. Het hof heeft dan ook de in verband met grief 15 gevorderde verklaring voor recht jegens Goldman Sachs terecht afgewezen.

Slotsom

4.40 In het principale beroep van VEB leiden de onderdelen II.2 en II.10 tot cassatie. De Hoge Raad kan zelf de zaak afdoen. De incidentele beroepen van World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs worden verworpen.

Een en ander betekent dat na deze uitspraak onherroepelijk zal vaststaan dat World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs op de volgende punten onrechtmatig hebben gehandeld:

- doordat in het prospectus misleidende informatie was opgenomen omtrent de loopbaan van [betrokkene 1] en de verwerving van Telitel als dochtermaatschappij;
- doordat in het prospectus ten onrechte niet was vermeld dat de verkoop (bijna drie maanden voor de beursgang) door [betrokkene 1] van de aandelen in World Online die zij bezat via haar vennootschap Kalexer, had plaatsgevonden voor een koopprijs van \$ 6,04 per aandeel;
- doordat [betrokkene 1] door haar uitlatingen in de pers vlak voor de beursgang een onjuiste indruk bij het publiek heeft gewekt over haar aandelenbezit in World Online, en World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs hebben nagelaten dit onjuiste beeld te corrigeren;
- doordat World Online in de periode vlak voor en na de beursgang een tiental persberichten over allianties met belangrijke bedrijven heeft uitgebracht, terwijl van deze aangekondigde allianties er vrijwel geen was die enige werkelijke substantie had, en ABN AMRO en Goldman Sachs zijn tekortgeschoten in hun verplichting als lead managers om World Online zodanig te begeleiden en te instrueren dat deze niet een te rooskleurig beeld van haar onderneming schept.

Ten slotte zal met deze uitspraak onherroepelijk vaststaan dat ABN AMRO onrechtmatig heeft gehandeld doordat zij op 17 maart 2000 een misleidende, ruim boven de vastgestelde uitgifteprijs liggende, openingskoers van €50,20 heeft bewerkstelligd.

5. Beslissing

De Hoge Raad:

in het principale beroep van de Stichting:

verwerpt het beroep;

veroordeelt de Stichting in de kosten van het geding in cassatie, tot op deze uitspraak aan de zijde van World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs begroot op telkens €371,34 aan verschotten en €2.200,-- voor salaris;

in het principale beroep van VEB:

vernietigt het arrest van het gerechtshof te Amsterdam van 3 mei 2007, doch uitsluitend voor zover de hierna uit te spreken verklaringen voor recht zijn afgewezen;

verklaart voor recht dat World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs, door in het prospectus niet de prijs te vermelden waarvoor de Kalexer-aandelen eind december 1999 zijn verkocht, onrechtmatig hebben gehandeld jegens beleggers in aandelen World Online die op de beursintrodactie hebben ingeschreven dan wel na de beursintrodactie, uiterlijk op 3 april 2000, aandelen World Online hebben gekocht;

verklaart voor recht dat ABN AMRO door het tot stand brengen van een misleidende openingskoers onrechtmatig heeft gehandeld tegenover de beleggers die aandelen World Online hebben gekocht op 17 maart 2000 dan wel die op basis van de misleidende openingskoers van 17 maart 2000 hun aandelen in de periode van 17 maart tot en met 3 april 2000 niet hebben verkocht;

veroordeelt World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs in de kosten van het geding in cassatie, tot op deze uitspraak aan de zijde van VEB in totaal begroot op €68,07 aan verschotten en €2.600,-- voor salaris;

in de incidentele beroepen:

verwerpt de beroepen;

veroordeelt World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs ieder in de kosten van het geding in cassatie, tot op deze uitspraak aan de zijde van VEB c.s. telkens begroot op €68,07 aan verschotten en €2.200,-- voor salaris.

Dit arrest is gewezen door de vice-president J.B. Fleers als voorzitter en de raadsheren O. de Savornin Lohman, E.J. Numann, W.A.M. van Schendel en C.A. Streefkerk, en in het openbaar uitgesproken door de vice-president J.B. Fleers op 27 november 2009.