

JOR 2009/12 Gerechtshof Amsterdam, 07-10-2008, 106.004.315/01  
Gelijktijdige beursintroductie Via Net op AEX en Nasdaq, Collectieve actie, “Gelijktijdig” betekent niet op hetzelfde moment, maar op dezelfde dag, Emissieadvertentie noch prospectus misleidend, Geen sprake van koersmanipulatie, Bekrachtiging van Rb. Amsterdam 21 september 2005, «JOR» 2005/279, m.nt. Raas

» Noot

1. De rechtsstrijd van de beleggers die op de eerste handelsdag van de beursintroductie van Via Net.works Inc. (“Via Net”) aan AEX (thans: NYSE Euronext) aandelen Via Net kochten, lijkt eenzelfde jammerlijk verloop te krijgen als de beursintroductie. Hoewel de introductiekoers van het fonds ca. € 21,= bedroeg, kochten ongeveer 900 beleggers op die eerste handelsdag als gevolg van onder meer een zeer grote vraag naar en een beperkt aanbod van aandelen Via Net tegen een veel hogere koers van € 89,=. De openingskoers van het fonds Via Net bleek de eerstvolgende handelsdag na de introductie inmiddels gedaald te zijn naar € 50,=. Dat de openingskoers op die eerstvolgende handelsdag veel lager was (en dus een aanmerkelijk beleggingsverlies voor deze beleggers ten gevolge had), houdt verband met het feit dat Via Net een *dual listing* kende op Nasdaq, de Amerikaanse schermenbeurs. Op Nasdaq waren de eerste handelsdag van de (gelijktijdige) beursintroductie van Via Net ook transacties in dit fonds tot stand gekomen, maar tegen aanmerkelijk lagere koersen (variërend tussen ca. USUSD 38 en USUSD 52) en bij een aanmerkelijk hogere omzet. De transacties in Via Net op Nasdaq vonden overigens pas enige tijd plaats nadat de transacties op Euronext al waren gedaan. Beleggers spraken daarop op diverse gronden onder meer de *listing agent* MeesPierson NV (thans: Fortis Bank (Nederland) NV) (de “Bank”) en de beurshouder (“Euronext”) aan. De Rechtbank Amsterdam heeft in haar vonnis van 21 september 2005 de door de Stichting Via.Claim (“Stichting”) ingestelde rechtsovereenkomsten afgewezen (zie «JOR» 2005/279, m.nt. Raas). Blijkens het hier afgedrukte arrest wordt deze uitspraak bekrachtigd door het Hof Amsterdam. Naar ik heb begrepen, heeft de Stichting inmiddels beroep in cassatie tegen dit arrest ingesteld.

2. De Stichting heeft zich er onder meer op beroepen dat de door de *listing agent* in de Officiële Prijscourant en twee landelijke dagbladen geplaatste emissieadvertentie misleidend was in de zin van art. 6:194 BW. In die emissieadvertentie was namelijk de volgende zin opgenomen: “Gelijktijdig met de onderhavige introductie vindt in de Verenigde Staten van Amerika een introductie plaats van de Gewone Aandelen welke zullen worden genoteerd op Nasdaq.” Omdat de beursintroductie van Via Net volgens de Stichting niet gelijktijdig op Euronext en Nasdaq had plaatsgevonden, zou de emissieadvertentie misleidend zijn geweest. Immers, de eerste notering van Via Net kwam tot stand op Euronext en pas kort nadien op Nasdaq, aldus nog steeds de Stichting. Met de rechtbank is het hof echter van oordeel dat de aangehaalde zin uit de emissieadvertentie niet misleidend was (r.o. 4.7). De redenering die daarvoor door het hof wordt gevolgd, is wel een andere. Waar het debat in eerste aanleg werd gevoerd over het verschil in de (technisch-juridische) betekenis die aan de begrippen “beursintroductie” en “notering” zou toekomen en de rechtbank zich had aangesloten bij de visie van de Bank inhoudende (geparafraseerd weergegeven) dat het begrip “beursintroductie” gehanteerd dient te worden voor alle handelingen in de primaire markt (d.w.z. handelingen gericht op toewijzing van de aangeboden effecten aan het belegend publiek en het indienen van een aanvraag bij de beurshouder voor de toelating van deze effecten tot de notering) en het begrip “notering” voor alle handelingen in de secundaire markt (d.w.z. handelingen gericht op de totstandkoming van een notering op basis waarvan aan- en verkooptransacties kunnen plaatsvinden), kiest het hof voor een minder technische benadering. Het hof oordeelt dat de meest voor de hand liggende uitleg van deze zin uit de emissieadvertentie is dat de beursintroductie van Via Net *op dezelfde dag* van start zou gaan. De Bank behoefde er volgens het hof geen rekening mee te houden dat de advertentie bij de maatman – aangeduid als de “gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger” – de verwachting zou wekken dat het aandeel óók *op precies hetzelfde moment* in de notering van beide beurzen zou worden opgenomen. Daar komt volgens het hof nog bij – en dat lijkt mij inderdaad een valide argument – dat beurshouders niet kunnen bewerkstelligen dat een notering aan twee beurzen daadwerkelijk gelijktijdig tot stand komt. Immers, het hangt van de marktverhoudingen af op welk moment een eerste notering met betrekking tot een fonds tot stand komt. Het hof acht dit standpunt niet alleen juist, maar zelfs “zo voor de hand liggend” dat de maatman bij het lezen

van de aangehaalde zin uit de emissieadvertentie hierop bedacht moest zijn. Het hof voegt daar verder nog aan toe dat de emissieadvertentie – gelet op de inhoud daarvan – zich richt tot degenen die interesse hebben om het fonds te nemen bij de introductie daarvan in de primaire markt, en niet tot beleggers die op een later tijdstip in de secundaire markt aandelen Via Net zouden willen kopen (of verkopen). Mijns inziens brengt het hof hier een nogal kunstmatig verschil aan. Ook informatie die in verband met een beursintroductie openbaar gemaakt moet worden, zal mede bepalend kunnen zijn voor beleggingsbeslissingen die in de secundaire markt door marktdeelnemers worden genomen. Ik zie dan ook geen reden om op dit punt een onderscheid te maken tussen een prospectus en een emissieadvertentie. Iets geheel anders is dat van een technische emissieadvertentie – anders dan van een prospectus – wellicht niet (of minder) spoedig gezegd zal kunnen worden dat deze geschikt is om misleiding van het beleggend publiek te bewerkstelligen.

3. De pijlen van de Stichting richtten zich ook tegen het prospectus waarin volgens de Stichting ten onrechte geen mededelingen waren opgenomen over de zogeheten *free retention* die aan de Bank was toegekend (zie verder onder 4). Om aan de strenge regeling van art. 6:194 e.v. BW te ontkomen, had de Bank onder meer betoogd dat zij het prospectus niet openbaar had gemaakt. Opmerkelijk genoeg volgde de rechtbank in haar vonnis de Bank in dit oordeel. Terecht herstelt het hof deze evidente misslag van de rechtbank (r.o. 4.8). Daarbij teken ik nog aan dat de rechtbank in de motivering van haar oordeel ook nog eens de voorwaarden voor toepasselijkheid van art. 6:194 (d.w.z. openbaar (laten) maken) onderscheidenlijk art. 6:195 BW (d.w.z. inhoud en inkleding (doen) bepalen) door elkaar had gehaald (r.o. 6.2.5). Het ene begrip heeft echter niets van doen met het andere. Het hof noemt in zijn arrest een vijftal feitelijke omstandigheden op grond waarvan het tot het oordeel komt dat de Bank het prospectus openbaar heeft gemaakt. Dat oordeel is juist. Immers, het behoort nog steeds tot de kerntaken van banken bij de distributie van effecten in het kader van een kapitaalmarkttransactie om het prospectus openbaar te maken en zo is dat bij de beursintroductie van Via Net ook door de Bank gedaan.

4. Vervolgens komt het hof toe aan een beoordeling van de vraag of de stelling van de Stichting dat de zogeheten *free retention* niet was opgenomen in het prospectus voldoende is voor het oordeel dat het prospectus misleidend was in de zin van art. 6:194 BW (r.o. 4.10). Ter toelichting op dit begrip vermeld ik eerst nog het volgende. Veelal werd van een *free retention* gebruik gemaakt om bij *hot issues* over de geringe toewijzing klagende beleggers alsnog tevreden te kunnen stellen. Hoewel het gebruik van een *free retention* – voor zover mij althans bekend – thans (bijna) niet meer voorkomt, kwam het destijds wel voor dat een bepaalde hoeveelheid aandelen uit de emissie (of herplaatsing) werd toegekend aan leden van het emissiesyndicaat om deze leden aldus in staat te stellen deze aandelen volgens eigen inzicht aan beleggers toe te wijzen, d.w.z. onafhankelijk van de gekozen en openbaar gemaakte toewijzingssystematiek (zie hiervoor bijvoorbeeld CESR, Stabilisation and allotment, A European supervisory approach van april 2002 (CESR/02-020b) en de daaraan voorafgaande consultatiedocumenten (zie hiervoor [www.cesr-eu.org](http://www.cesr-eu.org))). In het arrest wordt van dit document van CESR ook melding gemaakt. Uitgangspunten van dit document zijn overigens wel dat de toekenning van een *free retention* op een passende wijze openbaar wordt gemaakt, dat eveneens wordt vermeld wie de begunstigen kunnen zijn van deze voorkeursbehandeling en dat de *free retention* uitsluitend ten laste van het institutionele deel van de kapitaalmarkttransactie gebracht kan worden. Uit het arrest komt helaas niet naar voren dat aan deze aspecten in het processuele debat (voldoende) aandacht is besteed.

5. Het hof oordeelt dat het ontbreken van een mededeling over de *free retention* niet van wezenlijk belang was voor een beoordeling van het fonds. Van misleiding van het beleggend publiek was dus volgens het hof geen sprake. Om tot dat oordeel te komen, brengt het hof de omvang van de *free retention* (67.450 aandelen) in verband met de omvang van de gehele beursintroductie (uitgifte van 14,3 miljoen aandelen), en niet slechts – zoals bepleit door de Stichting – met het aan de Bank toegewezen aandeel daarin (434.500 aandelen). Redengevend daarvoor is volgens het hof dat sprake is van één prospectus dat op de gehele beursintroductie betrekking heeft. Feiten die dat anders maken, zijn volgens het hof onvoldoende gesteld of gebleken. Op dit punt aanbeland lijkt het mij zinvol nog eens de aandacht te vestigen op het feit dat een door een uitgevende instelling gemaakte keuze voor een *dual listing* een erkenning is dat financiële markten om welke reden dan ook

gesegmenteerd zijn. Om die reden wenst een uitgevende instelling dat de door haar uitgegeven financiële instrumenten op diverse handelsplatformen verhandeld kunnen worden. Vanuit dat perspectief bezien, lijkt het gepast om de “handelspositie” op Euronext en de rol van de Bank daarbij afzonderlijk te bezien. Elders in het arrest relateert het hof nog wel dat alle aandelen Via Net zowel op Euronext als Nasdaq verhandelbaar zijn (zie r.o. 4.14.8). Dat moge in theorie waar zijn, maar de praktijk – getuige ook de keuze voor een *dual listing* – wijst kennelijk anders uit. Het hof constateert ten slotte nog dat de Stichting niet betwist heeft dat geen (wettelijk) voorschrift dwingt tot vermelding van de *free retention* in het prospectus. Voor het oordeel van het hof dat het ontbreken van een mededeling over *free retention* niet kwalificeert als misleiding acht ik dit argument in elk geval niet van doorslaggevend belang. De in de schema’s bij het Fondsenreglement opgenomen informatievereisten voor een prospectus zijn immers niet meer dan *minimum*vereisten (zie art. 8 lid 2 Fondsenreglement (oud)). Zoals wij hebben gezien, kan aan het document van CESR juist een argument voor openbaarmaking ontleend worden. Gelet op de conclusie van het hof dat geen sprake was van misleiding komt het hof niet meer toe aan een beoordeling van de vraag of in het onderhavige geval de dubbele omkering van de bewijslast van art. 6:195 BW van toepassing zou zijn. Een interessante kwestie die daarbij dan om de hoek zou komen kijken, is of de Bank als *co-lead manager* eveneens kan worden aangemerkt als degene die inhoud en inkleiding van het prospectus heeft bepaald of heeft doen bepalen. Zie voor de positie van de *lead manager* in dit opzicht: HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 (*Co op*).

6. Daarnaast heeft de Stichting de Bank verweten dat zij onrechtmatig gehandeld heeft door de koers van de aandelen Via Net beïnvloed (beter gezegd: gemanipuleerd) te hebben doordat aandelen uit de *free retention* ten verkoop zijn aangeboden om aldus een openingskoers van het fonds op een niveau van € 89,= per aandeel mogelijk te maken. De Stichting heeft hierbij de wind in de zeilen gehad, omdat door de AFM aan de Bank in dit verband reeds een bestuurlijke boete was opgelegd. Deze bestuurlijke boete is later om formele redenen door het CBb vernietigd (zie CBb 9 februari 2006, «JOR» 2006/80). Desalniettemin oordeelt het hof dat het op de markt brengen van 35.000 aandelen Via Net uit de *free retention* niet onrechtmatig is (r.o. 4.11.1). Het hof kent daarbij veel gewicht toe aan de omstandigheden dat (i) beleggers erop mochten rekenen dat zo spoedig mogelijk een koers tot stand zou komen waartegen gehandeld kon worden en dat (ii) beleggers bestens kooporders hadden ingelegd. Ter ondersteuning van dit standpunt wordt verder nog gewezen op een verklaring van een handelaar van de Bank. Opmerkelijk aan deze verklaring is dat deze handelaar stelde dat hij op de eerste handelsdag geen enkel contact had gehad met de afdeling van de Bank die belast was met de werkzaamheden in verband met de beursintroductie van Via Net. Die verklaring vind ik nogal opmerkelijk, omdat de Bank had gesteld dat aandelen uit de *free retention* bedoeld waren om klagende beleggers die te weinig aandelen toegewezen hadden gekregen alsnog tevreden te stellen. Als dat het specifieke doel was van de *free retention* dan lijkt daarmee niet verenigbaar dat een handelaar van de Bank geheel zelfstandig die aandelen gebruikt voor de eigen handelspositie van de Bank. Ingeval een dergelijke handelwijze niet zou kwalificeren als onrechtmatige daad (zoals beslist door het hof), dan lijkt mij in elk geval de stelling meer dan pleitbaar dat de Bank zich bij deze effectentransactie gelet op de bijzondere omstandigheden van dit geval ongerechtvaardigd heeft verrijkt (art. 6:212 BW). Dit klemt te meer nu de Bank toch ook bekend zal zijn geweest met bijvoorbeeld de “lucht” die in de vraag naar het fonds Via Net zat, alsook het niet onbedenkelijke verschijnsel om bestens kooporders in te leggen bij beursintroducties.

7. Ten slotte heeft de Stichting getracht om ook Euronext aansprakelijk te stellen voor de jammerlijk verlopen beursintroductie van Via Net. Samengevat komen de stellingen van de Stichting hierop neer dat Euronext ondanks bekendheid met een viertal feiten heeft toegestaan dat de handel in het fonds Via Net kon aanvangen en zelfs druk heeft uitgeoefend op de hoekman om op de eerste handelsdag een openingskoers tot stand te brengen, waardoor er geen sprake is geweest van een *fair and orderly market* (r.o. 4.14). Hierdoor zijn volgens de Stichting de belangen van beleggers onvoldoende beschermd geweest. Euronext zou daarmee in strijd hebben gehandeld met haar eigen reglementen en de bestaande wet- en regelgeving en tevens onrechtmatig hebben gehandeld jegens de beleggers in het fonds, aldus nog steeds de Stichting. Voor een goed begrip van deze stellingen is het zinvol de vier geïdentificeerde feiten nog eens op een rij te zetten. Die feiten zijn: (i) er was geen koersinformatie uit de USA voorhanden, (ii) de vraag naar en het aanbod van aandelen Via Net zouden

substantieel afwijken als de handel in de USA zou aanvangen, (iii) de Bank had slechts 434.500 aandelen Via Net ter beschikking gekregen om in Nederland te plaatsen en (iv) de emissieadvertentie vermeldde dat er sprake zou zijn van een gelijktijdige beursintroductie op Euronext en Nasdaq.

8. De opmaat voor een beoordeling van de stellingen van de Stichting is een door het hof gegeven nadere uitleg van deze stellingen. Het hof stelt dat de vordering van de Stichting *kennelijk* berust op het standpunt dat het tot de taken van Euronext behoort met name particuliere, niet-professionele beleggers te behoeden voor een koers die al te zeer afwijkt van hetgeen zij meenden te kunnen verwachten (r.o. 4.14.1). Mijns inziens mag betwijfeld worden of dat werkelijk de insteek van de Stichting is geweest. Was het verwijt van de Stichting – gelet op de hiervoor geformuleerde feiten – er niet veeleer op gericht om vast te doen stellen dat de marktcondities bij deze beursintroductie zodanig bijzonder waren dat koersvorming niet meer op een verantwoorde wijze op Euronext kon plaatsvinden, en dat daarom Euronext onrechtmatig heeft gehandeld door toe te staan dat de handel desondanks kon aanvangen? Anders gezegd: Euronext wordt erop aangesproken dat zij – hoewel zij als beurshouder verantwoordelijk is voor een deugdelijke organisatie van de beurshandel – geen passende voorzieningen in haar reglementen voor een gelijktijdige *dual listing* had opgenomen en evenmin gebruik heeft gemaakt van de in de reglementen bestaande mogelijkheden om ingeval van “bijzondere marktomstandigheden” in te grijpen (zie art. 3.3.5 van het Reglement voor de Effectenhandel (oud)). Daarbij is er door de Stichting op gewezen dat Euronext zelfs druk zou hebben uitgeoefend om kennelijk tegen elke prijs op de eerste handelsdag een openingskoers tot stand te brengen.

9. Gelet op de uitleg die het hof aan de stellingen van de Stichting heeft gegeven, is het niet verwonderlijk dat de rechtsvordering van de Stichting wordt afgewezen. Om tot die afwijzing te komen, geeft het hof een schets van de verhouding die bestaat tussen professionele financiële dienstverleners en de beurshouder in verband met de transacties die op een effectenbeurs worden verricht. Gelet op de diverse taken die op deze financiële dienstverleners in verband met de (bijzondere) zorgplicht rusten, kan van de beurshouder volgens het hof niet worden verlangd dat zij haar oordeel over de toelaatbaarheid van specifieke effectentransacties afhankelijk maakt van de verwachting die mogelijk of waarschijnlijk bij (een deel van) het beleggend publiek aanwezig is aangaande de hoogte of ontwikkeling van de beurskoers. Zie daarvoor ook reeds Hof Amsterdam 29 mei 2008, «JOR» 2008/208 (*Bouter/Euronext*).

10. Daarnaast onderkent het hof dat Euronext als beurshouder had te waken over een ordelijke en eerlijke handel en dat Euronext ter bevordering daarvan de voor die handel geldende regels kon vaststellen (zie art. 22 lid 2 Wte 1995 (oud)). Ook op dit punt geeft het hof mijns inziens een opmerkelijk oordeel. Volgens het hof dient Euronext zich bij het ingrijpen in de handel terughoudend op te stellen en een dergelijk ingrijpen zoveel mogelijk te beperken tot de situaties die in haar reglementen voldoende nauwkeurig zijn voorzien. Die terughoudendheid is normaal gesproken zeker verdedigbaar, omdat marktdeelnemers zekerheid dienen te hebben dat transacties volgens de door de beurshouder bekend gemaakte reglementen worden uitgevoerd en in stand blijven. In dit geval acht ik 's hofs oordeel niettemin opmerkelijk, omdat juist vastgesteld kan worden dat de marktomstandigheden waaronder koersvorming moest plaatsvinden – eufemistisch uitgedrukt – niet alledaags waren. Gelet op de in de praktijk bestaande marktsegmentatie (Euronext versus Nasdaq), de voorbereidingen die reeds waren getroffen om de beursintroductie gelijktijdig op twee van elkaar te onderscheiden handelsplatformen te laten plaatsvinden (zodat de aandacht van marktdeelnemers ook op verschillende handelsplatformen was gericht) en de onevenwichtigheid waarmee aandelen in de emissie over deze handelsplatformen werden verdeeld, had het niet alleen voor de hand gelegen dat in de reglementen van Euronext daarvoor een passende voorziening was opgenomen, maar ook dat toen de problemen zich bij gelegenheid van de beursintroductie van Via Net op Euronext manifesteerden door de Commissaris voor de Notering was ingegrepen. Het is een schrale troost voor de Stichting dat Euronext de beursreglementen inmiddels heeft aangepast. Ik wijs op Euronext Mededeling 2000-167 van november 2000, waarin onder meer als zorgplicht van het syndicaat (en dus *niet* van de financiële dienstverleners als hiervoor onder 9 bedoeld) wordt vermeld: “Voorts dienen zij te bevorderen dat potentiële beleggers worden gewezen op de risico's verbonden aan het geven van bestens orders en dat zij

worden geadviseerd om limieten op te geven die reëel zijn in verhouding tot de emissieprijs.” Daarnaast wijs ik op de volgende passage in deze mededeling: “Het opmaken van de eerste notering kan door Euronext worden uitgesteld indien de eerste (advies)koers sterk afwijkt van de emissiekoers. In uitzonderlijke gevallen kan dit zelfs meebrengen dat op de eerste handelsdag geen notering tot stand komt.” Van later datum zijn overigens de voorschriften van het *Trading Manual* van Euronext, waarin ingeval van een *dual listing* eerst een *home market* aangewezen dient te worden. Is Euronext niet de *home market*, dan mag de eerste notering op Euronext pas tot stand komen korte tijd nadat de eerste koers op de *home market* is gemaakt. In goed Nederlands noemen wij dat: de put dempen nadat het kalf is verdrongen. Helaas moet geconstateerd worden dat het niet de eerste keer is dat dit spreekwoord moet worden aangehaald in verband met de financiële toezichtswetgeving. Ook met dat ervaringsfeit zou wel eens meer rekening mogen worden gehouden als een beursdebaacle zich weer eens voordoet.

Het behoort mijns inziens een uitdaging voor de advocatuur en de rechterlijke macht te zijn om de ruimte die de principle based wet- en regelgeving op dit terrein biedt voortaan beter te benutten. Niemand zal toch trots kunnen zijn op deze beurs(af)gang?

G.T.J. Hoff, advocaat bij Spigthoff