

Hoge Raad, 2 december 1994, ABN AMRO v Coopag



## RECLAMERECHT

**Openbaar maken mededelingen derden in samengestelde tekst**

- Hij die een door hem samengestelde tekst publiceert waarin reeds eerder openbaar gemaakte mededelingen zijn opgenomen, maakt ook die laatste mededelingen openbaar in de zin van art. 1416a.

Uit de geschiedenis van de totstandkoming van art. 1416a, aangehaald in de conclusie van de Advocaat-Generaal onder 4.2.3, blijkt dat aan het begrip ‘openbaar maken’ in genoemd artikel een ruime betekenis moet worden toegekend. De wet gaat niet uit van een ‘uitputtingsregel’, in die zin dat als eenmaal enige openbaarmaking heeft plaatsgehad zulks in die voege als uitputtend moet worden beschouwd dat een nieuwe publicatie van dezelfde gegevens niet meer als een openbaarmaking kan gelden. Hij die een door hem samengestelde tekst publiceert waarin reeds eerder openbaar gemaakte mededelingen zijn opgenomen, maakt derhalve ook die laatste mededelingen openbaar in de zin van art. 1416a. Dit wordt, anders dan het onderdeel wil, in een geval als het onderhavige niet anders door de betekenis die aan de jaarrekeningen van een onderneming met de daarbij behorende toelichtingen in het rechtsverkeer toekomt.

## Stelplicht misleiding

- Het was aan de vereniging te stellen dat en waarom de prospectussen tekort schoten in juistheid of volledigheid van de mededelingen die daarin zijn vervat.

## Verantwoordelijkheid voor inhoud prospectus

- Degene die een door hem samengestelde tekst heeft openbaar gemaakt, kan zeer wel door de keuze van de daarin opgenomen mededelingen, de inhoud en inkleiding van die mededelingen zelf geheel of ten dele hebben bepaald in de zin van art. 1416b, ook indien in die tekst opgenomen mededelingen van een of meer anderen afkomstig zijn.
- Zulks zal evenwel anders zijn indien degene die de tekst openbaar maakt, daarin op niet mis te verstane wijze tot uitdrukking brengt dat bepaalde mededelingen in de gepubliceerde tekst niet van hem afkomstig zijn en dat hij niet voor de juistheid van die van een ander of van anderen afkomstige mededelingen instaat.

- Niet als algemene regel kan worden aanvaard dat een bank die optreedt als lead manager bij de samenstelling van de tekst van het prospectus ten behoeve van een emissie, zonder meer mag afgaan op jaarrekeningen van de emitterende vennootschap indien deze reeds zijn gecontroleerd en goedgekeurd door een of meer accountants. Het antwoord op de vraag of de bank in zodanig geval op de juistheid en volledigheid van de jaarrekeningen mocht vertrouwen, hangt af van de omstandigheden van het geval.

## Stelplicht bewijslast schade

- Art. 1416a en 1416b 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.

## Collectieve actie

- Volgens art. 3:305a kan onder meer een vereniging met volledige rechtsbevoegdheid een rechtsvordering — anders dan tot schadevergoeding — instellen die strekt tot bescherming van gelijksoortige belangen van andere personen, voor zover zij deze belangen ingevolge haar statuten behartigt. Deze op 1 juli 1994 in werking getreden bepaling wijkt niet wezenlijk af van het voordien geldende recht en leent zich voor toepassing op het onderhavige geval.
- Uitgaande van deze bevoegdheid valt niet in te zien waarom de vereniging niet ook de belangen van deze obligatiehouders zou kunnen behartigen ter zake van hun ter incasso gecedeerde vorderingen tot schadevergoeding, ongeacht of deze cessie terstond of enige tijd later had plaatsgevonden.

## Waarschuwingsplicht

- Niet van een onjuiste rechtsopvatting geeft blijk het oordeel van het hof, dat niet voor toewijzing vatbaar is de — op art. 1401 BW (oud) gegronde — vordering van de vereniging voor zover het beleggers betreft die niet ingevolge de emissies maar kort na de desbetreffende uitgifte, obligaties Coopag hebben gekocht, omdat de bank, nadat haar de werkelijke financiële positie van Co op A.G. bekend was geworden, niet reeds op grond van dit enkele feit verplicht was het beleggerspubliek in het algemeen tegen aankoop van de door Coopag uitgegeven obligaties te waarschuwen, behoudens wellicht voor zover het beleggers betreft die door bemiddeling van de bank obligaties Coopag hebben gekocht.

Vindplaatsen: NJ 1996, 246, m.nt. Verkade

## Hoge Raad, 2 december 1994

(Sniijders, Mijnsen, Korthals Altes, Neleman, Heemskerk)

(...)

ABN AMRO Bank N.V., rechtsopvolgster onder algemene titel van Amsterdam Rotterdam Bank N.V., te

Amsterdam, eiseres tot cassatie, incidenteel verweerster, adv. mr. J.L. de Wijkerslooth, tegen

De vereniging met volledige rechtsbevoegdheid Vereniging tot Behartiging van de belangen van houders van obligaties Coopag Finance B.V., te 's-Gravenhage, verweerster in cassatie, incidenteel eiseres, adv. mr. R. Laret.

### 1 Het geding in feitelijke instanties

Verweerster in cassatie — verder te noemen: de Vereniging — heeft bij exploit van 12 februari 1990 eiseres tot cassatie — verder te noemen: de Bank — gedagvaard voor de Rechtbank te Amsterdam en gevorderd:

1 te verklaren voor recht dat

a.de Bank jegens de in de dagvaarding genoemde beleggers althans jegens hen, die hun vorderingsrechten aan de Vereniging hebben gecedeerd, onrechtmatig heeft gehandeld door openbaar te (doen) maken respectievelijk inhoud en inkleding te (doen) bepalen van het prospectus van 30 juni 1987 en het prospectus van 7 juli 1988 houdende misleidende mededelingen omtrent de door haar respectievelijk de door haar ten behoeve van Coopag Finance BV en Co op AG aangeboden obligaties 7% Coopag 87-94 respectievelijk 6 3/4% Coopag 88-95, doordien de prospectussen een onvolledig en onjuist beeld gaven van de financiële toestand van Coopag Finance BV respectievelijk Co op AG, en of

b.de Bank jegens de in de dagvaarding genoemde beleggers althans jegens hen, die hun vorderingsrechten aan de Vereniging hebben gecedeerd, onrechtmatig heeft gehandeld door, nadat de daadwerkelijke financiële situatie van Coopag AG haar bekend was geworden althans had moeten zijn, desalniettemin beleggers te adviseren tot aankoop ter beurse van obligaties Coopag Finance BV over te gaan althans zulks niet te verhinderen noch te wijzen op de aan aankoop verbonden risico's;

2 de Bank te veroordelen op grond van haar hierboven omschreven onrechtmatig handelen tot het vergoeden aan de Vereniging (cessionaris) van alle uit dit onrechtmatig handelen voortvloeiende schade die de beleggers in obligaties 7% Coopag 87-94 en/of 6 3/4% Coopag 88-95 (cedenten), die hun vordering ter incasso bij akte van cessie hebben overgedragen aan de Vereniging, hebben geleden, lijden en zullen lijden, welke schade is op te maken bij staat en te vereffenen volgens de wet, een en ander vermeerderd met de wettelijke rente vanaf de dag van de dagvaarding tot aan de dag van de algehele voldoening.

Nadat de Bank tegen de vorderingen verweer had gevoerd, heeft de Rechtbank op 30 oktober 1991 een tussenvonnissen gewezen.

Tegen dit tussenvonnissen heeft de Bank hoger beroep ingesteld bij het Gerechtshof te Amsterdam, waarna de Vereniging incidenteel hoger beroep heeft ingesteld.

Bij arrest van 27 mei 1993 (NJ 1993, 682; red.) heeft het Hof in het principaal appel het bestreden vonnis bekrachtigd, en in het incidenteel appel het beroep verworpen en de zaak naar de Rechtbank te Amsterdam verwezen voor voortprocederen.

(...)

### 3 Uitgangspunten in cassatie

3.1 In cassatie kan worden uitgegaan van het volgende.

i.Op 3 juni 1987 heeft een aantal banken, waaronder de Bank als lead manager, een prospectus uitgegeven met betrekking tot de uitgifte ter vrije inschrijving van nominaal f 100 000 000, 7% obligaties a pari aflosbaar op 1 juli 1994 ten laste van Coopag Finance BV te Amsterdam (verder Coopag).

ii.Op 7 juli 1988 heeft een aantal — gedeeltelijk andere — banken, waaronder wederom de Bank als lead manager, een prospectus uitgegeven met betrekking tot de uitgifte ter vrije inschrijving van nominaal f 100 000 000, 6 3/4% obligaties, a pari aflosbaar op 15 augustus 1995 eveneens ten laste van Coopag.

iii.Beide obligatieleningen zijn uitgeschreven om financieringsmiddelen aan te trekken voor de enige aandeelhoudster van Coopag, Co op AG te Frankfurt am Main, Bondsrepubliek Duitsland, die beide leningen 'onvoorwaardelijk en onherroepelijk' heeft gegarandeerd.

iv.In het eerste prospectus zijn onder meer opgenomen de jaarrekening van 1986 van Coop AG waaronder de geconsolideerde balans en winst- en verliesrekening, alsmede de goedkeurende accountantsverklaring. In het tweede prospectus zijn dergelijke gegevens met betrekking tot het boekjaar 1987 opgenomen.

v.In beide prospectussen is op de laatste bladzijde, boven de namen van de Bank en de andere leden van het betrokken syndicaat, de volgende mededeling opgenomen:

'De in dit prospectus onzerzijds opgenomen gegevens zijn, voorzover aan ondergetekenden bekend, in overeenstemming met de werkelijkheid, waarbij ons inziens geen gegevens zijn weggelaten, waarvan de vermelding de strekking van het prospectus zou wijzigen.'

vi.Voor de obligaties in beide leningen is officiële notering op de beurs van Amsterdam verkregen.

vii.Medio oktober 1988 is de Bank op de hoogte gekomen van negatieve informatie over Co op AG. Een artikel met dergelijke informatie is gepubliceerd in de editie van het Duitse weekblad Der Spiegel van 17 oktober 1988. In Nederlandse dagbladen zijn hierover publicaties verschenen op 23 en 24 november 1988.

viii.De Vereniging heeft blijkens artikel 3 van haar statuten als doel:

'(...) het behartigen van de belangen van hen die op grond van de informatie, vervat in het prospectus de dato juli negentienhonderdzeventachtig en augustus negentienhonderdachtentachtig, alsmede informatie door de Amro Bank NV uitgedragen, obligaties Coopag Finance BV hebben verworven.'

ix.Verkrijgers van voornoemde obligaties hebben hun vorderingsrechten jegens de Bank ter zake van de vergoeding voor geleden en nog te lijden schade ter incasso gecedeerd aan de Vereniging.

3.2 De Vereniging heeft, samengevat weergegeven, gevorderd

1.dat voor recht zal worden verklaard dat de Bank onrechtmatig heeft gehandeld jegens beleggers door

a.de hiervoor genoemde prospectussen openbaar te (doen) maken respectievelijk de inhoud en inkleding daarvan te (doen) bepalen;

b.nadat haar de werkelijke financiële positie van Co op AG bekend was geworden, althans had moeten zijn, beleggers te adviseren tot aankoop ter beurze van obligaties Coopag althans zulks niet te verhinderen noch te wijzen op de aan aankoop verbonden risico's.

2.de Bank te veroordelen aan de Vereniging te betalen de als gevolg van het vorenbedoelde onrechtmatig handelen voor beleggers ontstane schade voor zover die beleggers hun vorderingen ter zake aan de Vereniging ter incasso hebben gecedeerd.

De hiervoor weergegeven vorderingen heeft de Vereniging erop gegrond dat de Bank door het (doen) bepalen van inhoud en inkleding respectievelijk het (doen) openbaar maken van de hiervoor vermelde prospectussen, die onjuiste en onvolledige en derhalve misleidende gegevens inhielden, onrechtmatig heeft gehandeld jegens de eerder bedoelde beleggers.

3.3 Het Hof heeft de Vereniging niet-ontvankelijk verklaard in haar vorderingen, voor zover deze betrekking hebben op beleggers die deze na het uitbrengen der inleidende dagvaarding aan haar hebben gecedeerd. Voorts heeft het Hof, de tegen het vonnis van de Rechtbank gerichte grieven verwerpend, in stand gelaten de beslissing van de Rechtbank dat de Bank gelegenheid krijgt:

a.te reageren op hetgeen door de Vereniging bij pleidooi in eerste aanleg is naar voren gebracht aan stellingen die tot de conclusie kunnen leiden dat van misleiding sprake is;

b.concreet te stellen:

—bij wie, op welke wijze en wanneer zij in de financiële wereld navraag naar Co op AG heeft gedaan;

—welk onderzoek zij zelf bij Co op AG heeft gedaan;

bij welk een en ander de Bank met name zal hebben te vermelden of zij navraag heeft gedaan bij de Deutsche Bank en, zo ja, welke reactie zij daarop heeft gekregen, en voorts of zij inzage in de interne financiële rapportage van Co op AG heeft gevraagd, zo ja met welk resultaat, en zo neen waarom niet.

#### **4 Beoordeling van het middel in het principale beroep**

4.1 Onderdeel 1 betreft de vraag of door publicatie door de Bank van de in de prospectussen vervatte mededelingen sprake is van openbaarmaking in de zin van art. 1416a (oud) BW, dat in hoofdzaak overeenstemt met art. 6:194 BW. De Bank heeft voor het Hof aangevoerd, kort weergegeven, dat in de prospectussen vervatte mededelingen reeds eerder openbaar waren gemaakt en dat daarom geen sprake is van openbaarmaking van die in de prospectussen vervatte mededelingen.

Het Hof heeft te dien aanzien overwogen:

‘Zodanige publicatie is een openbaar maken als in art. 1416a (oud) BW bedoeld. Daaraan doet een eerdere openbaarmaking van de jaarrekeningen en de daarbij behorende toelichtingen door de betrokken vennootschap niet af.’

Het onderdeel strekt ten betoge dat Co op AG haar jaarrekening en de daarbij behorende toelichting reeds openbaar had gemaakt en dat daarom de verdere verspreiding van de jaarrekeningen en de daarbij behorende toelichtingen niet kan worden opgevat als een openbaarmaking in de zin van art. 1416a.

Dit betoog kan niet als juist worden aanvaard. Uit de geschiedenis van de totstandkoming van art. 1416a, aangehaald in de conclusie van de Advocaat-Generaal onder 4.2.3, blijkt dat aan het begrip ‘openbaar maken’ in genoemd artikel een ruime betekenis moet worden toegekend. De wet gaat niet uit van een ‘uitputtingsregel’, in die zin dat als eenmaal enige openbaarmaking heeft plaatsgehad zulks in dier voege als uitputtend moet worden beschouwd dat een nieuwe publicatie van dezelfde gegevens niet meer als een openbaarmaking kan gelden.

Hij die een door hem samengestelde tekst publiceert waarin reeds eerder openbaar gemaakte mededelingen zijn opgenomen, maakt derhalve ook die laatste mededelingen openbaar in de zin van art. 1416a. Dit wordt, anders dan het onderdeel wil, in een geval als het onderhavige niet anders door de betekenis die aan de jaarrekeningen van een onderneming met de daarbij behorende toelichtingen in het rechtsverkeer toekomt.

Het onderdeel faalt derhalve.

4.2 Onderdeel 2 bestrijdt met een rechts- en een motiveringsklacht 's Hof's oordeel in zijn rov. 5.5 dat de Vereniging aan haar stelplicht heeft voldaan omdat hetgeen de Vereniging heeft aangevoerd de conclusie kan dragen dat sprake is van misleidende mededelingen in de prospectussen als bedoeld in art. 1416a, niet alleen met betrekking tot hetgeen in de jaarrekeningen 1986 en 1987 van Co op AG wordt vermeld, maar ook met betrekking tot hetgeen als toekomstverwachtingen van deze garant in de prospectussen wordt vermeld.

Bij de beoordeling van dit onderdeel moet worden vooropgesteld dat het aan de Vereniging was te stellen dat en waarom de prospectussen tekort schoten in juistheid of volledigheid van de mededelingen die daarin zijn vervat. Heeft zij aan die stelplicht voldaan dan rust vervolgens, ingevolge het bepaalde bij art. 1416b, in beginsel op de Bank de bewijslast van de juistheid of volledigheid van die mededelingen, aangenomen dat zij inhoud en inkleding van die mededelingen zelf heeft bepaald of doen bepalen.

's Hof's oordeel dat de Vereniging met haar stellingen dat de prospectussen onvolledige en onjuiste informatie bevatten waardoor de financiële situatie van Co op AG te rooskleurig werd voorgesteld, omdat 214 verbonden ondernemingen niet in de jaarrekeningen waren geconsolideerd en dat de geconsolideerde balans een tekort zou vertonen van omstreeks twee miljard DM, aan haar stelplicht te dezer zake heeft voldaan is van een afdoende en begrijpelijke motivering voorzien. Dat oordeel, dat niet blijkt geeft van een onjuiste rechtsopvatting, is zozeer verweven met waarderingen van feitelijke aard dat het overigens in cassatie niet op zijn juistheid kan worden getoetst. Het onderdeel faalt derhalve in zoverre.

Het onderdeel klaagt voorts dat het Hof geen inzicht heeft verschaft ten aanzien van beantwoording van de vraag 'naar welke maatstaf moet worden beoordeeld dat 214 met Co op AG verbonden ondernemingen ten onrechte niet in haar jaarrekeningen 1986 en 1987 waren geconsolideerd'.

Ook deze klacht faalt. In 's Hofs rov. 5.5 ligt besloten 's Hofs oordeel dat indien niet de activa en passiva, baten en lasten van alle rechtspersonen en vennootschappen die met Co op AG één groep vormen, in de jaarrekeningen van 1986 en 1987 van Co op AG waren opgenomen, die jaarrekeningen aan beleggers die overwogen in te schrijven op de door Coopag uit te geven obligaties, niet voldoende inzicht zouden kunnen geven om een verantwoord oordeel te vormen omtrent het vermogen, het resultaat, de solvabiliteit en de liquiditeit van Co op AG. Dat oordeel behoefde geen nadere motivering.

Ook indien het op zichzelf volgens de toepasselijke regels van jaarrekeningrecht was toegestaan de bedoelde 214 ondernemingen niet te consolideren, neemt dit niet weg dat de in de prospectussen opgenomen jaarrekeningen van Co op AG in het onderhavige geval misleidend konden zijn, waarbij mede van belang is de door het Hof in dit verband gereleveerde stelling van de Vereniging dat deze consolidatie zou hebben geleid tot een tekort van omstreeks twee miljard DM op de geconsolideerde balans. Door het niet consolideren van de bedoelde 214 ondernemingen en het ook niet vermelden van het achterwege laten daarvan werd aan het publiek, waarop de prospectussen waren gericht, de mogelijkheid onthouden zich ervan rekenschap te geven dat andere ondernemingen met Co op AG in één groep waren verbonden en dat daardoor het resultaat, de solvabiliteit en de liquiditeit negatief konden worden beïnvloed en, zo de desbetreffende stelling van de Vereniging juist is, ook inderdaad negatief werden beïnvloed in voege als hiervoor vermeld.

Zoals hierna zal blijken moet het principale beroep worden verworpen. De vraag of de Bank in het licht van de nog nader vast te stellen feiten inderdaad is tekortgeschoten bij het opnemen van de onderhavige jaarrekeningen in de door haar samengestelde prospectussen, zal bij de verdere behandeling van de zaak aan de orde dienen te komen.

4.3 Onderdeel 3 is gericht tegen 's Hofs oordeel, kort weergegeven, dat de Bank geacht moet worden de inhoud en inkleiding van de prospectussen (mede) te hebben bepaald zoals bedoeld in art. 1416b. Zoals mede blijkt uit de daarop gegeven toelichting berust het onderdeel op het volgende: (a) de prospectussen bevatten een samenstel van onderscheiden mededelingen; een deel daarvan was afkomstig van de Bank, een ander deel van de Coopag onderscheidenlijk Co op AG; (b) de bewijslast die ingevolge art. 1416b op de Bank rust betreft slechts de juistheid en de volledigheid van de mededelingen in de prospectussen waarop de Bank daadwerkelijk een beslissende invloed heeft gehad, niet de juistheid en volledigheid van de mededelingen in de prospectussen welke afkomstig zijn van Coopag en Co op AG.

Zoals naar voren komt uit de door de Advocaat-Generaal in zijn conclusie onder 4.4.3.8.2 aangehaalde geschiedenis van de totstandkoming van art. 1416a en 1416b, kan degene die een door hem samengestelde tekst heeft openbaar gemaakt, zeer wel door de keuze van de daarin opgenomen mededelingen, de inhoud en inkleiding van die mededelingen zelf geheel of ten dele hebben bepaald in de zin van art. 1416b, ook indien in die tekst opgenomen mededelingen van een of meer anderen afkomstig zijn. Zulks zal evenwel anders zijn indien degene die de tekst openbaar maakt, daarin op niet mis te verstane wijze tot uitdrukking brengt dat bepaalde mededelingen in de gepubliceerde tekst niet van hem afkomstig zijn en dat hij niet voor de juistheid van die van een ander of van anderen afkomstige mededelingen instaat. Dat zodanig voorbehoud in de prospectussen is opgenomen is echter niet aangevoerd. De hiervoor in 3.1 onder (v) geciteerde passage duidt veeleer op het tegendeel.

Hierop stuiten alle subonderdelen van onderdeel 3 af.

4.4 Onderdeel 4 bestrijdt 's Hofs oordeel dat de Bank niet voldoende heeft aangevoerd voor haar stelling dat haar geen verwijt treft. Bij dit laatste heeft het Hof op het oog art. 1416b lid 2 ingevolge welke bepaling, kort gezegd, degene die onrechtmatig heeft gehandeld in de zin van art. 1416a en inhoud en inkleiding van de mededeling geheel of gedeeltelijk zelf heeft bepaald of doen bepalen, aansprakelijk is voor de daardoor ontstane schade, tenzij hij bewijst dat hem geen verwijt treft. De Bank heeft zich in het bijzonder erop beroepen dat de jaarrekeningen van Co op AG door accountants van laatstgenoemde zijn onderzocht en dat zij daarvoor goedkeurende verklaringen hebben afgegeven. Volgens de Bank vindt haar verplichting als lead manager om de opgaven van een emittent te controleren, haar grens daar waar de opgaven van de emittent (of de garant) reeds door een onafhankelijke deskundige — te weten een accountant — zijn gecontroleerd.

Het onderdeel faalt. Niet als algemene regel kan worden aanvaard dat een bank die optreedt als lead manager bij de samenstelling van de tekst van het prospectus ten behoeve van een emissie, zonder meer mag afgaan op jaarrekeningen van de emitterende vennootschap indien deze reeds zijn gecontroleerd en goedgekeurd door een of meer accountants. Zoals ook reeds naar voren komt uit hetgeen hiervoor onder 4.2 is overwogen, kan een jaarrekening, die overigens overeenkomstig de daarvoor geldende regels is opgemaakt, zonder dat zulks naar buiten blijkt onvoldoende gegevens bevatten om degenen die overwogen in te schrijven op een door de desbetreffende rechtspersoon uit te geven obligatielening, in staat te stellen zich een verantwoord oordeel te vormen omtrent de financiële toestand van de onderneming en de met haar in een groep verbonden rechtspersonen en vennootschappen.

Het antwoord op de vraag of de bank in zodanig geval op de juistheid en volledigheid van de jaarrekeningen mocht vertrouwen, hangt af van de omstandigheden van het geval. Daarbij kan onder meer van belang zijn of de inlichtingen welke de bank heeft verkregen van de uitgevende instelling zelf of van de instelling die —

eventueel — de betaling van de uit te geven obligaties garandeert, reden gaven om te twijfelen aan de financiële positie van de uitgevende instelling en de garant. Voorts kunnen daarbij van belang zijn inlichtingen die de bank heeft verkregen van de accountant(s) die de jaarrekening heeft (hebben) gecontroleerd en de door hem (hen) gehanteerde methodes en maatstaven. Tenslotte kunnen voor beantwoording van de hier bedoelde vraag ook van belang zijn de inlichtingen van de bank of de banken, die de uitgevende instellingen tot cliënt hebben of hebben gehad.

Beantwoording van de vraag of de Bank in het onderhavige geval zonder nader onderzoek mocht afgaan op de jaarrekeningen van Co op AG, dient plaats te vinden bij de verdere behandeling van de zaak, zulks mede aan de hand van de antwoorden die de Bank op de hiervoor in 3.3 weergegeven punten zal geven.

4.5 Onderdeel 5 is gericht tegen 's Hofs rov. 5.16 slot, waar het Hof, veronderstellenderwijs ervan uitgaande dat de informatie misleidend is geweest, oordeelt dat op de Bank de bewijslast rust dat zij daaraan geen schuld heeft en de schade haar niet kan worden toegerekend.

Bij beoordeling van dit onderdeel moet worden vooropgesteld dat, zoals ook volgt uit de door de Advocaat-Generaal onder 4.6.3 geciteerde geschiedenis van de totstandkoming van art. 1416a en 1416b, die bepalingen onverlet laten 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.

In de bestreden overweging heeft het Hof slechts tot uitdrukking gebracht dat het aan de Bank is te bewijzen dat haar geen verwijt treft. In die overweging ligt niet het oordeel besloten dat art. 1416b ook overigens een afwijking van de in het algemeen ten aanzien van de verdeling van de bewijslast geldende regels inhoudt. Het onderdeel kan derhalve bij gebrek aan feitelijke grondslag niet tot cassatie leiden.

### **5 Beoordeling van het middel in het incidentele beroep**

5.1 Onderdeel 1 is gericht tegen 's Hofs oordeel dat de Vereniging geen (bijzondere) feiten en omstandigheden heeft aangevoerd, die de conclusie kunnen wettigen, dat zij als belangenvereniging voor ‘alle beleggers, die de ten processe bedoelde obligaties hebben gekocht’ in zijn algemeenheid kan optreden.

Het onderdeel is gegrond. Volgens art. 3:305a kan onder meer een vereniging met volledige rechtsbevoegdheid een rechtsvordering — anders dan tot schadevergoeding — instellen die strekt tot bescherming van gelijksoortige belangen van andere personen, voor zover zij deze belangen ingevolge haar statuten behartigt. Deze op 1 juli 1994 in werking getreden bepaling wijkt niet wezenlijk af van het voordien geldende recht en leent zich voor toepassing op het onderhavige geval. Uit die bepaling volgt dat voor de ontvankelijkheid van de Vereniging, voor zover het gaat om de verlangde verklaring voor recht, voldoende is dat zij een rechtspersoon is die volgens de hiervoor in 3.1 onder (viii)

weergegeven bepaling in haar statuten de belangen behartigt van personen die door Coopag uitgegeven obligaties hebben verworven en dat de door haar behartigde belangen gelijksoortig zijn.

5.2 Onderdeel 2 is gericht tegen 's Hofs oordeel in zijn rov. 4.3, kort weergegeven, dat de Vereniging slechts ontvankelijk is voor zover haar vorderingen betrekking hebben op schade van obligatiehouders die hun vorderingen reeds ten tijde van de inleidende dagvaarding aan de Vereniging hadden gecedeerd.

Ook dit onderdeel is gegrond. Zoals volgt uit hetgeen onder 5.1 is overwogen was de Vereniging bevoegd in rechte op te treden ter behartiging van de belangen van houders van obligaties Coopag ook voor zover zij hun vorderingen — nog — niet aan de Vereniging hadden gecedeerd. Uitgaande van deze bevoegdheid valt niet in te zien waarom de Vereniging niet ook de belangen van deze obligatiehouders zou kunnen behartigen ter zake van hun ter incasso gecedeerde vorderingen tot schadevergoeding, ongeacht of deze cessie terstond of enige tijd later had plaatsgevonden.

5.3 Onderdeel 3 is gericht tegen 's Hofs rov. 5.18. Daarin oordeelt het Hof, samengevat weergegeven, dat niet voor toewijzing vatbaar is de — op art. 1410 (oud) BW gegronde — vordering van de Vereniging voor zover het beleggers betreft die niet ingevolge de emissies maar kort na de desbetreffende uitgifte, obligaties Coopag hebben gekocht, omdat de Bank, nadat haar de werkelijke financiële positie van Co op AG bekend was geworden, niet reeds op grond van dit enkele feit verplicht was het beleggerspubliek in het algemeen tegen aankoop van de door Coopag uitgegeven obligaties te waarschuwen, behoudens wellicht voor zover het beleggers betreft die door bemiddeling van de Bank obligaties Coopag hebben gekocht. Die oordelen geven niet blijk van een onjuiste rechtsopvatting en zijn niet onbegrijpelijk. Het onderdeel, dat niet opkomt tegen 's Hofs oordeel dat de Vereniging niets heeft gesteld omtrent beleggers die via de Bank ter beurze obligaties hebben gekocht, faalt derhalve.

5.4 Wegens gegrondbevinding van de onderdelen 1 en 2, moet het arrest van het Hof worden vernietigd. De Vereniging dient alsnog ontvankelijk te worden verklaard in haar vorderingen voor zover deze betrekking hebben op beleggers die ingevolge inschrijving door Coopag in 1987 en in 1988 uitgegeven obligaties hebben verkregen.

### **6 Beslissing**

De Hoge Raad:

#### **in het principale beroep:**

verwerpt het beroep;

#### **in het incidentele beroep:**

vernietigt het arrest van het Gerechtshof te Amsterdam van 27 mei 1993, doch alleen voor zover de Vereniging daarbij niet-ontvankelijk is verklaard in haar vorderingen, voor zover deze betrekking hebben op beleggers die deze na het uitbrengen van de inleidende dagvaarding aan haar hebben gecedeerd;

verklaart de Vereniging ontvankelijk in haar vorderingen voor zover deze betrekking hebben op beleggers

die ingevolge inschrijving door Coopag in 1987 en in 1988 uitgegeven obligaties hebben verkregen; in het principale en in het incidentele beroep: veroordeelt de Bank in de kosten van het geding in cassatie, tot op deze uitspraak aan de zijde van de Vereniging begroot op f 657,20 aan verschotten en f 6500 voor salaris.

---

## Conclusie Advocaat-Generaal Mok

### 1 Feiten

1.1 De rechtbank heeft in ro. 1 van haar (tussen)vonnis in deze zaak de vaststaande feiten overzichtelijk in acht punten, aangeduid met de letters a–h, samengevat. Het hof is van diezelfde feiten uitgegaan. Het heeft deze ter wille van de overzichtelijkheid in ro. 3.2. van zijn arrest herhaald.

Kortheidshalve zou ik daarnaar in hoofdzaak willen verwijzen. Hieronder geef ik alleen die feiten weer waarop het m.i. in cassatie aankomt.

1.2 In 1987 en 1988 zijn ten laste van Coopag Finance BV (hierna: Coopag) twee obligatieleningen uitgegeven. Beide leningen dienden om financieringsmiddelen aan te trekken voor de enig aandeelhoudster van Coopag, namelijk Co op AG(2) in Frankfurt am Main (BRD). Laatstgenoemde heeft beide leningen ‘onvoorwaardelijk en onherroepelijk’ gegarandeerd.

In beide gevallen heeft een syndicaat van banken een emissieprospectus uitgegeven. De aan de syndicaten deelnemende banken waren in beide gevallen niet alle dezelfde.

Leider (‘lead manager’) van het syndicaat was beide malen de Amsterdam Rotterdam Bank. Van die bank is eiseres van cassatie, de ABN AMRO Bank, rechtsopvolgster onder algemene titel(3). Beide zal ik hieronder aanduiden als ‘de bank’(4).

Voor de obligaties van beide leningen is officiële notering op de beurs van Amsterdam verkregen.

1.3 In het prospectus van 1987 zijn onder meer de jaarrekening 1986 van Co op AG, waaronder de geconsolideerde balans en winst- en verliesrekening, alsmede de goedkeurende accountantsverklaring opgenomen. In het prospectus van 1988 zijn dezelfde gegevens met betrekking tot het boekjaar 1987 opgenomen.

In beide prospectussen heeft het desbetreffende syndicaat de volgende passage opgenomen:

‘De in dit prospectus onderzijds (= onzerzijds?; red.) opgenomen gegevens zijn, voor zover aan ondergetekenden bekend, in overeenstemming met de werkelijkheid, waarbij ons inziens geen gegevens zijn weggelaten, waarvan de vermelding de strekking van het prospectus zou wijzigen.’

1.4 Medio oktober 1988 is de bank op de hoogte gekomen van negatieve informatie over Co op AG. Een artikel met dergelijke informatie is gepubliceerd in het Duitse weekblad ‘Der Spiegel’ van 17 oktober 1988(5). Tot die informatie behoorde dat eind 1985 een grote schuldenlast aanwezig was, die slechts voor een klein gedeelte in de balans per ultimo 1985 was opgenomen, en in het bestaan van grote liquiditeitsproblemen.

In Nederlandse dagbladen verschenen hierover publicaties op 23 en 24 november 1988.

1.5 Achteraf is gebleken dat de accountants hun goedkeurende verklaringen later weer hebben ingetrokken en zelfs bedrog zouden hebben gepleegd. Ook is een strafrechtelijk onderzoek ingesteld(6).

1.6 Verweerster in cassatie, de Vereniging tot behartiging van de belangen van houders van obligaties Coopag Finance BV (hierna: de Vereniging) blijktens art. 3 van haar statuten als doel:

‘het behartigen van de belangen van hen die op grond van de informatie, vervat in het prospectus de dato juli negentienhonderdzeventachtig en augustus negentienhonderdachtentachtig, alsmede informatie door de Amro Bank NV uitgedragen, obligaties van Coopag Finance BV hebben verworven.’

### 2 Verloop procedure

2.1 Bij dagvaarding van 12 februari 1990 heeft de Vereniging de bank gedagvaard voor de rechtbank te Amsterdam.

De Vereniging heeft gesteld haar procesbevoegdheid aan twee rechtsfeiten te ontleen.

In de eerste plaats heeft zij zich beroepen op haar in § 1.6. genoemde statutaire doel en in de tweede plaats op het feit dat een aantal kopers van obligaties Coopag hun vorderingsrechten jegens de bank ter zake van geleden en nog te lijden schade aan haar ter incasso heeft gecedeerd(7).

2.2.1 De Vereniging heeft — kort weergegeven — gesteld dat de door de bank gepubliceerde prospectussen en de anderszins door de bank verstrekte informatie aangaande de financiële situatie van Co op AG onjuist althans onvolledig, en dus misleidend was ten opzichte van de beleggers die naar aanleiding van die informatie op de obligaties hebben ingetekend of deze na uitgifte op de beurs hebben verkregen.

Volgens de Vereniging heeft de bank door het (doen) bepalen van de inhoud van de inkleding alsmede het (doen) openbaar maken van de misleidende prospectussen ingevolge de artt. 1416a–c (oud) BW onrechtmatig jegens de genoemde beleggers gehandeld.

2.2.2 De bank heeft volgens de Vereniging voorts onrechtmatig jegens de obligatiehouders gehandeld in de zin van art. 1401 (oud) BW, doordat zij, nadat de daadwerkelijke financiële toestand haar op of omstreeks oktober 1988 bekend was geworden of bekend had moeten zijn, beleggers heeft geadviseerd tot aankoop ter beurse van de bedoelde obligaties over te gaan, althans niet te verhinderen dat zij daartoe overgingen, althans niet te wijzen op de aan de aankoop verbonden risico's.

2.2.3 Volgens de Vereniging hebben beleggers als gevolg van de genoemde gedragingen van de bank vermogensschade geleden door onder meer koersdaling en verminderde verhandelbaarheid van de obligaties.

2.2.4 De Vereniging heeft op bovenvermelde gronden in de eerste plaats een verklaring van recht gevorderd, inhoudende dat de bank jegens de desbetreffende beleggers, althans jegens hen die hun vorderingsrechten aan de Vereniging (ter incasso) hebben gecedeerd, on-

rechtmatig heeft gehandeld door te handelen als boven vermeld.

In de tweede plaats heeft de Vereniging gevorderd de bank te veroordelen tot schadevergoeding aan haar als cessionaris (ter incasso).

2.3 De rechtbank heeft bij (tussen)vonnis van 30 oktober 1991 als volgt over deze vorderingen beslist.

2.3.1 Ten aanzien van de eerste vordering, die gebaseerd is op aansprakelijkheid wegens misleidende reclame, heeft de rechtbank overwogen dat de Vereniging eerst bij pleidooi heeft gesteld dat feiten in de prospectussen onvolledig of onjuist zijn weergegeven (ro. 4). De Vereniging heeft er op gewezen dat

a.in de (in de prospectussen opgenomen) jaarrekeningen over 1986 en 1987 van Co op AG ten onrechte 214 verbonden ondernemingen niet zijn geconsolideerd(8), die tezamen een schuldenlast hebben van ruim DM 1,5 miljard;

b.de geconsolideerde balans van Co op AG een tekort vertoonde van DM 2,55 of 1,9 miljard (ro. 5).

Volgens de rechtbank heeft de bank de inhoud en de inkleding van de prospectussen mede bepaald (ro. 6 en 7). Ingevolge art. 1416b (oud) BW komt de bewijslast van de juistheid en volledigheid van de prospectussen dan in beginsel op de bank te rusten. Tevens zal de bank dienen te bewijzen dat zij aan de eventuele onjuistheid of onvolledigheid geen schuld heeft.

2.3.2 De bank heeft betwist dat beleggers schade hebben geleden. De rechtbank heeft echter aangenomen dat enige schade is geleden, er op wijzend dat twee beleggers obligaties hebben verkocht nadat de koers tengevolge van negatieve berichten was gedaald (ro. 17).

Hierbij teken ik aan dat de koers van de obligaties Coopag Finance 1988 op 3 oktober 1994, blijkens de Officiële Prijscourant 99,50 (%) bedroeg. De looptijd van de obligaties-1987 is verstreken, maar in oktober 1993 noteerden deze 97,70 (de iets lager rentende obligaties-1988 noteerden toen 97,60)(9). Dit sluit echter niet uit dat in de tussentijd een koersdaling (en wel een sterkere dan uit de algemene marktomstandigheden volgde) is opgetreden.

2.3.3 Nu de Vereniging eerst bij pleidooi had gesteld dat er sprake was van misleiding, heeft de rechtbank de bank de mogelijkheid gegeven daarop bij akte te reageren (ro. 8).

De rechtbank is evenwel reeds aanstonds op de schuldvraag ingegaan (ro. 9–14). Zij heeft de bank de gelegenheid gegeven aan te tonen dat haar geen verwijt treft door bij akte concreet te stellen

a.bij wie, op welke wijze en wanneer zij in de financiële wereld navraag naar Co op AG heeft gedaan

b.welk onderzoek zij zelf bij Co op AG heeft gedaan (ro. 14). De bank zal daarbij volgens de rechtbank dienen te vermelden of zij navraag heeft gedaan bij de Deutsche Bank en, zo ja, welke reactie zij daarop heeft gekregen, en voorts of zij inzage in de interne financiële rapportage van Co op AG heeft gevraagd, zo ja, met welk resultaat, en zo nee waarom niet.

2.3.4 De tweede op een (gewone) onrechtmatige daad gebaseerde vordering achtte de rechtbank niet toewijsbaar (ro. 15 en 16), omdat de Vereniging tegenover de

betwisting van de bank heeft nagelaten feitelijk toe te lichten welke beleggers op welk moment door de bank zijn geadviseerd obligaties te kopen.

2.4 Tegen het aangeduide tussenvonnis van de rechtbank is de bank in hoger beroep gekomen bij het gerechtshof te Amsterdam.

De Vereniging heeft incidenteel hoger beroep ingesteld. Bij arrest van 27 mei 1993 heeft het hof uitspraak gedaan(10).

2.4.1 Het hof is eerst ingegaan op de vraag van de ontvankelijkheid van de Vereniging in haar vorderingen.

De bank had in hoger beroep betoogd dat de Vereniging geen feiten of omstandigheden had aangevoerd die de conclusie konden wettigen dat de Vereniging als belangenVereniging ‘voor alle beleggers, die ten processe bedoelde obligaties hebben gekocht’ kan optreden (collectieve actiebevoegdheid).

2.4.2 Het hof heeft zich daarbij aangesloten (ro. 4.1) en de Vereniging in zoverre niet-ontvankelijk verklaard in haar vorderingen.

De Vereniging is volgens het hof wel ontvankelijk als lasthebber van de beleggers, die de gepretendeerde vorderingen op eigen naam in rechte geldend maakt (ro. 4.1. en 4.2.). Hierbij heeft het de beperking aangebracht dat de Vereniging alleen ontvankelijk is ten aanzien van vorderingen van obligatiehouders die hun vorderingen reeds ten tijde van het uitbrengen van de inleidende dagvaarding aan haar hadden gecedeerd (ro. 4.3.).

Wat de inhoudelijke kant van de zaak betreft, heeft het hof het vonnis van de rechtbank bekrachtigd.

2.5 De bank heeft tegen dit arrest tijdig (principaal) beroep in cassatie ingesteld. Het beroep steunt op een middel dat bestaat uit vijf onderdelen, waarvan het derde is verdeeld in subonderdelen.

De Vereniging heeft incidenteel cassatieberoep ingesteld, onder aanvoering van een middel dat is onderscheiden in drie onderdelen.

### **3 Prospectussen bij de emissie van effecten en de aansprakelijkheid voor de inhoud daarvan**

3.1 Nederlandse (overheids)regelgeving m.b.t. emissieprospectussen

In 1987 en 1988, toen de litigieuze prospectussen zijn uitgegeven, was daarop de Wet effectenhandel van toepassing(11). Art. 4, lid 2 io. lid 1, van de wet stelt voorwaarden aan het in of vanuit Nederland buiten een besloten kring bij uitgifte aanbieden van effecten aan personen die niet beroeps- of bedrijfsmatig handelen of beleggen in effecten.

Tot die voorwaarden behoorde het algemeen verkrijgbaar zijn van een prospectus(12) (waarover nadere regels waren gesteld), doch die eis gold niet wanneer — zoals in casu, zie § 1.2., slot — de desbetreffende effecten tot de officiële notering aan een beurs waren toegelaten.

3.2.1 EG-richtlijn

Een richtlijn uit 1980(13) geeft, ter coördinatie van het nationale recht van de lid-staten, regels voor de eisen, gesteld aan de opstelling van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus dat gepubliceerd moet

worden voor de toelating van effecten tot de officiële notering.

Deze richtlijn verlangt o.m. een passende en zo objectief mogelijke informatie betreffende in het bijzonder de financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van de uitgevende instelling, zulks ter bescherming van de belangen van de beleggers.

De gegeven regels hebben met name betrekking op de verplichting tot publikatie van een prospectus en op de inhoud hiervan. De aansprakelijkheid voor een uitgegeven prospectus komt daarin niet aan de orde.

Reeds omdat het juist de aansprakelijkheid is die in de onderhavige procedure omstreden is, bestaat er m.i. geen aanleiding over de uitleg van de richtlijn een prejudiciële beslissing te vragen.

### 3.2.2 Fondsenreglement en circulaire V.v.d.E.

Voor toelating tot de officiële notering aan de beurs geldt een prospectusplicht op grond van het Fondsenreglement(14) van de Vereniging voor de Effectenhandel. Daarin is uitvoering gegeven aan EG-richtlijn waaronder de in § 3.2.1. genoemde(15). Deze toepassing van het Fondsenreglement is bekrachtigd door de minister van Financiën bij de op de Beurswet 1914(16) (artt. 2 en 3) gestoelde Beschikking Beursnotering(17).

Doel van de regelgeving met betrekking tot het prospectus is de beleggers te beschermen door deze van een passende en zo objectief mogelijke informatievoorziening te verzekeren(18).

3.2.2.1 Art. 8 lid 2 Fondsenreglement bepaalt, voor zover van belang:

‘Een prospectus geeft een getrouw beeld omtrent de toestand van de uitgevende instelling op de balansdatum van het laatste boekjaar waarover een jaarrekening is gepubliceerd.

Het prospectus bevat mede inlichtingen omtrent gebeurtenissen van bijzondere betekenis, die na de hiervoor genoemde balansdatum hebben plaatsgevonden.

(...)

Behoudens de in dit reglement genoemde ontheffingsmogelijkheden dient een prospectus tenminste de gegevens te bevatten die genoemd zijn in de Schema's A, B of C voor aandelen, resp. obligaties of certificaten van aandelen.’

3.2.2.2 In art. 13 Fondsenreglement worden (onder meer verwijzend naar onderdelen van Schema B) specifieke eisen gesteld aan het prospectus voor de toelating van obligaties met een garantie van een rechtspersoon.

In Schema B(19) zijn de eisen genoemd waaraan een prospectus voor obligaties dient te voldoen. Het betreft gegevens:

—over de personen die verantwoordelijk zijn voor het prospectus;

—over de personen die de (drie laatste) jaarrekeningen van de rechtspersonen die verantwoordelijk zijn voor het prospectus hebben gecontroleerd;

—over de lening en over de toelating van de obligaties;

—van algemene aard betreffende de uitgevende instelling en haar kapitaal, gegevens en betreffende de activiteit van de uitgevende instelling;

—betreffende het vermogen, de financiële positie en de resultaten van de uitgevende instelling;

—betreffende bestuur, leiding en toezicht;

—over de recente ontwikkeling en de vooruitzichten van de uitgevende instelling.

3.2.2.3 Art. 21, lid 2, Fondsenreglement houdt een zekere informatieverplichting in na uitgifte van het prospectus:

‘Elk belangrijk nieuw feit dat van invloed kan zijn op de beoordeling van de effecten en zich voordoet tussen de vaststelling van de inhoud van het prospectus en de dag waarop de notering ingaat, moet door de uitgevende instelling worden vermeld in een document ter aanvulling van het prospectus. (...).’

3.2.2.4 In art. 31 e.v. Fondsenreglement worden nadere regels gegeven met betrekking tot privaatrechtelijke uitgevende instellingen te wier laste uitgegeven obligaties zijn toegelaten en waarvan de obligaties tevens zijn toegelaten tot de officiële notering aan een effectenbeurs.

Art. 34 houdt een zekere informatieverplichting aan het belegend publiek in na het moment dat de effecten bij uitgifte worden aangeboden.

3.2.2.5 De Vereniging voor de Effectenhandel (VvdE) heeft in een circulaire van 13 oktober 1988 (nr. 88–25) haar leden bericht dat het wenselijk is dat door een introducerend lid een zorgvuldige beoordeling plaatsvindt van de kwaliteit van ondernemingen in het licht van geschiktheid en de vereisten voor beursnotering op (m.n.) de Officiële Markt(20). In deze circulaire is eveneens vermeld dat de verantwoordelijkheid voor de inhoud van een prospectus o.a. wordt gedragen door het introducerende lid.

In een nieuwe circulaire van 9 september 1993 (nr. 93–068), die de circulaire van 1988 heeft vervangen, wordt vereist dat het lid een ‘due diligence’ onderzoek verricht(21). Vervolgens geeft een bijlage een gedetailleerd overzicht van de onderwerpen en de documentatie die het introducerende lid ten minste in het due diligence-onderzoek moet betrekken. De uitgevende instelling moet aan de VvdE verklaren dat zij de begeleidende bank de in de bijlage genoemde informatie heeft verstrekt. De bank dient te verklaren dat zij de due diligence procedure heeft gevolgd en dat de betreffende informatie aan haar is verstrekt.

Volgens een circulaire van de VvdE van 6 januari 1994 (nr. R. 94/001) is naleving van de due diligence-circulaire van 1993 ook gewenst bij beursintroductions van obligaties(22). In deze circulaire, waarvan naleving ook aanbevolen wordt bij de emissie van obligaties, staat dat het lid de informatie die het heeft ingewonnen tevens dient te gebruiken voor een verificatie van de inhoud van het prospectus, met uitzondering van gedeelten die van experts afkomstig zijn of door experts, zoals accountants en dergelijke, zijn goedgekeurd.

### 3.3.1 Aansprakelijkheid voor prospectussen

Aansprakelijkheid voor emissieprospectussen is in het Nederlandse recht ingevoerd bij de Wet op de naamloze vennootschap van 1928. De desbetreffende regels waren te vinden in de oorspronkelijke artt. 1416a–d BW. Zij stamden uit het ontwerp van 1910, dus uit de periode vóór de ruime opvatting van onrechtmatige daad. Bij de invoering in 1928 hadden deze bepalingen

niet zoveel nut meer. Rutten sprak van ‘mosterd na de maaltijd’ (23).

De aansprakelijkheid voor prospectussen (24) werd uitgebreid door de vestiging van een vermoeden van schuld bij degene die een ander had bewogen waardepapieren te nemen, indien die ander aantoonde dat een onjuiste voorstelling was gewekt. Voor de rechtsvordering gold een vervaltermijn van zes maanden nadat aan de gelaedeerde de onjuiste voorstelling van zaken was gebleken of had kunnen blijken. Over de met dit laatste verband houdende vraag of de regeling van de artt. 1416a–d (oud) derogerde aan art. 1401, waren de meningen verdeeld (25).

3.3.2 Bij de wet van 6 juni 1980, Stb. 304, inzake misleidende reclame, zijn de oude artt. 1416a–d vervallen en vervangen door de nieuwe artt. 1416a–c. Deze laatste bepalingen zijn op de onderhavige zaak van toepassing.

Inhoudelijk is het recht op dit punt na de wetwijziging van 1980, ook bij de inwerkingtreding van Boek 6 BW, niet gewijzigd. Deze regeling is — afgezien van enkele kleine bijstellingen in art. 195, lid 2, en in art. 196, lid 3, en een latere (in § 3.3.3. te noemen) wijziging — thans opgenomen in Titel 6.3.4. BW (26).

3.3.3 Anders dan de regeling van 1928 heeft die van 1980 niet specifiek betrekking op misleidende prospectussen, maar op het ruimere gebied van misleidende reclame.

Uit de m.v.t. bij het ontwerp van de wet van 1980 blijkt dat het de uitdrukkelijke bedoeling van de wetgever is geweest ook misleidende prospectussen onder de nieuwe regeling te doen vallen. Aldaar is gesteld dat ‘(...) het onderhavige ontwerp zodanig ruim is opgezet dat ook misleiding met betrekking tot financiële diensten er onder zal vallen. Hierdoor kan mede tegen eventuele misleidende prospectussen worden opgetreden (27).

Hoofdpijnen van de regeling van de in 1980 ingevoerde regeling zijn verder: vervanging van het schuldvermoeden door omkering van de bewijslast t.a.v. misleiding en schuld, geen vervaltermijn meer en een specifieke regeling van collectieve acties (art. 1416c, lid 2, art. 6:196, lid 2; die laatste bepaling is bij de invoering van de artt. 3:305a/b BW op 1 juli 1994 vervallen).

3.3.4 Doel van de regeling van de misleidende reclame is zowel het beschermen van de particulier als het bevorderen van een ordelijke mededinging (28).

Ingevolge art. 1416a (6:194) BW handelt hij, die een mededeling openbaar maakt of laat openbaar maken omtrent goederen of diensten die hij (of degene ten behoeve van wie hij handelt) in de uitoefening van een beroep of bedrijf aanbiedt, onrechtmatig indien deze mededeling in een of meer opzichten misleidend is.

Degene die in het openbaar in een emissieprospectus een aanbod doet m.b.t. effecten wordt geacht ‘goederen’ aan te bieden in de zin van art. 1416a (6:194) BW (29).

3.3.5 Indien de vordering zich richt tegen iemand die de inhoud en inkleiding van de mededeling geheel of ten dele zelf heeft bepaald of doen bepalen, wordt ingevolge art. 1416b (6:195) BW de bewijslast op twee

punten omgekeerd ten voordele van de eiser, nl. ten aanzien van het misleidend karakter van de mededeling (lid 1) en ten aanzien van de schuld aan (toerekenbaarheid van) de misleiding (lid 2). Het is dan aan de gedaagde om dit te ontkrachten.

3.3.6 In art. 1416c (6:196) wordt de mogelijkheid geboden om op grond van misleidende reclame een rechterlijk verbod of een rectificatie te verkrijgen.

3.4 Prospectusaansprakelijkheid in enkele andere landen

3.4.1.1 In Duitsland bestaat evenals in Nederland een meersporigheid wat betreft de toetsing en aansprakelijkheid van prospectussen. De civielrechtelijke aansprakelijkheid staat naast (onder meer) beurstoezicht en -regelgeving (30).

De civielrechtelijke aansprakelijkheid voor een emissieprospectus is gebaseerd op bijzondere wetgeving (i.c. § 13 Wertpapier-Verkaufprospektgesetz (Verkaufprospekt G) jo § 45–49 Börsengesetz). Laatstgenoemde artikelen vonden aanvankelijk weinig toepassing (31), maar sinds de jaren '80 meer (32). De regeling heeft slechts betrekking op stukken die op grond van het prospectus zijn toegelaten tot de beurs. Daarmee heeft de wetgever beoogd een onoverzienbaar aansprakelijkheidsrisico voor de emissiebank te voorkomen (33).

Andere rechtsgronden voor prospectusaansprakelijkheid (in ruimere zin dan alleen het emissieprospectus) zijn o.m. (34) § 177a Handelsgesetzbuch (aansprakelijkheid in het oprichtingsstadium van een GmbH (35)) en de algemene onrechtmatige daad (36). De prospectusaansprakelijkheid wordt niet gebaseerd op de aansprakelijkheid wegens misleidende reclame (‘Irreführende Werbung’) ingevolge § 3 Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb, UWG (37)). Naar aanleiding van EEG-richtlijn 89/298 (38) zijn op 1 januari 1991 het Wertpapier-Verkaufprospektgesetz en de Verordnung über Wertpapier-Verkaufprospekte in werking getreden (39). Daarin is geregeld wanneer voor de uitgifte van effecten een prospectus openbaar gemaakt moet worden en wat de inhoud daarvan moet zijn.

Aansprakelijk zijn zowel zij die de effecten formeel uitgebracht hebben (in het bijzonder de ondertekenaars) als degenen van wie de uitgifte van de effecten is uitgegaan (40).

Wanneer is vastgesteld dat een prospectus onjuiste mededelingen bevat en deze voor het aantrekken van beleggers gebruikt zijn, terwijl men van de ware mededelingen op de hoogte is, wordt naast de onrechtmatigheid ook een vermoeden van schuld aangenomen (41).

3.4.1.2 Het emissieprospectus is veelal de enige informatiebron waarop de belegger zijn oordeel om in te schrijven baseert. Het prospectus moet daarom volgens het BGH alle informatie bevatten die voor de beleggingsbeslissing van wezenlijk belang is. Het BGH (42) heeft te dien aanzien overwogen dat de beginselen van de prospectusaansprakelijkheid volgens vaste rechtspraak:

‘an ein typisiertes Vertrauen des Anlegers auf die Richtigkeit und Vollständigkeit der von den Prospektverantwortlichen gemachten Angaben

anknüpfen (...). Der prospekt (ist)(...) im allgemeinen die Grundlage für den Beitrittsentschluß des mit ihm geworbenen Interessenten.'

Alleen wanneer de mededelingen volledig en juist zijn, heeft de belegger de mogelijkheid zijn beslissing (risico) vrij en objectief te maken(43). Na dit vooropgesteld te hebben laat het BGH daarop volgen dat de belangen van de belegger vereisen:

'daß der prospekt tuglich ist, die für den Anlageentschluß erforderlichen Informationen umfassend und objektiv zu vermitteln. Für die Vollständigkeit und Richtigkeit der in Verkehr gebrachten Prospekte muß deswegen jeder eintreten, der durch den Prospekt auf den Entschluß eines Kapitalanlegers Einfluß genommen hat.'

Of een prospectus al dan niet misleidend is, moet volgens Duits recht in beginsel beoordeeld worden aan de hand van de gehele indruk die het prospectus op een doorsnee (niet bijzonder deskundige) belegger maakt(44). Eerder had het BGH overwogen dat het bij de beantwoording van de vraag of een emissieprospectus misleidend is, niet alleen aankomt(45):

'auf die darin widergegebenen Einzeltatsachen, sondern wesentlich auch darauf an, welches Gesamtbild er durch seine Aussagen von den Verhältnissen und der Vermögens-, Ertrags- und Liquiditätsanlage des Unternehmens, dessen Papiere zum Kauf angeboten werden, dem interessierten Publikum vermittelt.'

Even verder (p. 2824, rk.) is te lezen:

'Entscheidend ist (...) nicht der Buchstabe, sondern der Gesamteindruck auf einen durchschnittlichen Anleger, der zwar eine Bilanz zu lesen versteht, aber nicht unbedingt mit der in eingeweihten Kreisen gebruchlichen Schlesselsprache vertraut zu sein braucht.'

3.4.2 In Engeland is de civielrechtelijke aansprakelijkheid voor misleidende mededelingen in een prospectus onder meer geregeld in de Financial Services Act 1986 (artt. 166-168)(46). Daarnaast bestaan de algemene 'remedies' naar common law(47).

De eiser hoeft ingevolge de Financial Services Act alleen misleiding te bewijzen om de aansprakelijkheid te vestigen. Het is daarna aan de gedaagde om een van de verweren genoemd in art. 167 op te werpen. Hij kan aan aansprakelijkheid ontsnappen door aan te tonen dat hij na redelijk onderzoek tot de conclusie is gekomen dat de mededeling waar althans niet onjuist of onvolledig was (art. 167, lid 1).

Voorts is aansprakelijkheid uitgesloten als het een mededeling betrof die gedaan was of goedgekeurd was door een expert (zoals een accountant) en de gedaagde daar redelijkerwijs op mocht vertrouwen (art. 167, lid 2). In art. 168, lid 1 is geregeld wie aansprakelijk zijn voor een misleidend prospectus. Het betreft — voor zover van belang — niet alleen de emittent (issuer), maar ook degene die als zodanig het geheel of een deel van het prospectus geaccepteerd heeft en degene die het geheel of een deel van het prospectus geautoriseerd heeft. Zij zijn alleen aansprakelijk voor die delen van het document waarvoor zij aansprakelijkheid hebben

geaccepteerd of die zij hebben goedgekeurd (art. 168, lid 3).

3.4.3 In de Verenigde Staten wordt de civielrechtelijke aansprakelijkheid voor misleidende informatie ('material misrepresentations and omissions') in een prospectus (opgenomen in een 'registration statement') terzake van aan de beurs genoteerde effecten beheerst door art. 11 Securities Act 1933 en de 'leading cases' dienaangaande, *Escott v. BarChris*(48) en *Feit v. Leasco*(49).

Daarnaast bestaan, evenals in Engeland, acties op grond van de common law(50). De belegger moet in het prospectus die informatie krijgen waardoor hij een goede beleggingsbeslissing kan maken (risico's kan inschatten)(51). Het gezichtspunt van de gemiddelde belegger (average prudent investor) staat centraal. Dit geldt ook voor het vereiste dat de misleiding 'material' moet zijn geweest, dat wil zeggen van invloed op de beslissing van een gemiddelde belegger. De mogelijk aansprakelijke personen zijn groot in aantal: iedere persoon die het prospectus heeft ondertekend. In *Escott v. BarChris* (t.a.p., 697) heeft District Judge McLean ten aanzien van deze underwriter opgemerkt:

'The purpose of Section 11 is to protect investors. To that end the underwriters are made responsible for the truth of the prospectus. If they may escape that responsibility by taking at face value representations made to them by the company's management, the inclusion of underwriters among those liable under Section 11 affords the investors no additional protection.'

District Judge Weinstein heeft er in *Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corp.* (t.a.p., 581) op gewezen dat:

'The courts must be particularly scrupulous in examining the conduct of underwriters since they are supposed to assume an opposing posture with respect to management. The average investor probably assumes that some issuers wil lie, but he probably has somewhat more confidence in the average level of morality of an underwriter who has established a reputation for fair dealing.'

De aansprakelijk gestelde persoon kan (behalve indien deze de 'issuer' is) aan aansprakelijkheid ontkomen door te bewijzen dat hij 'due diligence' heeft betracht met betrekking tot een onderzoek naar de waarheid of volledigheid van de mededeling in het prospectus (art. 11 sub b en c Securities Act). Dit onderzoek wordt in de regel gedaan door de lead underwriter(52). Over dit onderzoek heeft District Judge McLean in *Escott v. BarChris* (t.a.p., 697) overwogen:

'To effectuate the statute's provision(53) the phrase 'reasonable investigation' must be construed to require more effort on the part of the underwriters than the mere accurate reporting in the prospectus of 'date presented' to them by the company. (...) In order to make the underwriters' participation in this enterprise of any value to the investors, the underwriters must make some reasonable attempt to verify the data submitted to them. They may not rely solely on the company's officers or on the company's counsel. A prudent man in the management of his own property would not rely on them.'

District Judge Weinstein merkte in *Feit v. Leasco Data Processing* (t.a.p., 582) over de onderzoeksplicht van de ‘underwriter’ op:

‘Dealer-managers cannot, of course, be expected to possess the intimate knowledge of corporate affairs of inside directors, and their duty to investigate should be considered in light of their more limited access. Nevertheless they are expected to exercise a high degree of care in investigation and independent verification of the company's representations. Tacit reliance on management assertions is unacceptable; the underwriters must play devil's advocate.’

De mate van het van de ‘underwriter’ te vergen onderzoek hangt er voorts van af of de mededeling al dan niet afkomstig is van een ‘expert’ (veelal een accountant(54)). Op een mededeling van een expert mag hij afgaan, indien hij geen redelijke grond had om te geloven en ook niet werkelijk geloofde dat diens mededeling misleidend was. Op andere mededelingen mag hij slechts afgaan indien hij, na redelijk onderzoek, redelijkerwijs geloofde en mocht geloven dat de mededeling niet misleidend was.

4 Aansprakelijkheid voor de prospectussen; bespreking van het principaal voorgestelde middel

#### 4.1 Inleiding

Het hof heeft, zoals bleek, het tussenvonnis van de rechtbank bekrachtigd. Bij de beoordeling van de tegen 's hofs arrest gerichte (materiële) klachten moet in het oog gehouden worden dat de rechtbank niet, althans nog niet, heeft beslist dat de bank voor de inhoud van de prospectussen aansprakelijk is. Zij heeft slechts de bank de gelegenheid gegeven aan te tonen dat haar geen verwijt treft door bij akte concreet te stellen of zij bepaalde onderzoeken had verricht en, zo ja, wat deze opgeleverd hadden (vgl. hiervóór, § 2.3.3.).

Hieraan voeg ik, voor het geval aan de beslissing van de rechtbank gevolg wordt gegeven, nog het volgende toe. Indien zou blijken dat de bank de door de rb. omschreven onderzoeken niet heeft verricht, of wel heeft verricht maar zonder de resultaten daarvan in de prospectussen te verwerken, is aannemelijk dat de door de rechtbank niet denkbeeldig geachte kans dat van misleiding sprake is geweest, als vaststaand feit zal worden aangemerkt.

#### 4.2 Openbaarmaking

4.2.1 In ro. 5.3. heeft het hof overwogen dat de publicatie van het prospectus waarin een misleidende mededeling is vervat een openbaar maken in de zin van art. 1416a (oud) BW inhoudt. Een eerdere openbaarmaking van de jaarrekeningen en de daarbij behorende toelichtingen door de betrokken vennootschap doet daaraan volgens het hof niet af.

4.2.2 Onderdeel 1 komt hiertegen op met een rechtsklacht.

Volgens deze klacht is de verdere verspreiding van openbaar gemaakte jaarrekeningen en de daarbij behorende toelichtingen of van daaraan ontleende informatie niet op te vatten als een ‘openbaarmaking’ in de zin van art. 1416a (oud) BW.

Dit zou ook dan niet het geval zijn wanneer de betrokken jaarrekeningen met de daarbij behorende toelichting zijn vervat in emissieprospectussen.

Een en ander zou mede moeten worden gezien in het licht van de betekenis die aan die stukken in het rechtsverkeer toekomt.

4.2.3 Art. 1416a (oud) BW verklaart het openbaar maken of laten maken van een misleidende mededeling onrechtmatig. In de m.v.t. bij het ontwerp van de wet uit 1980, waarbij de (toen) nieuwe artt. 1416a e.v. tot stand zijn gebracht is over het aldaar gehanteerde begrip ‘openbaar maken’ te lezen:

‘Het begrip ‘openbaar maken’ vereist niet dat bewezen dient te worden dat een of meer gegadigden van de mededeling ook werkelijk kennis hebben genomen. Volgende is dat het publiek ervan kennis kan nemen.

Er is geen restrictie ten aanzien van de wijze van openbaar maken, zodat mondelinge mededelingen (bij voorbeeld via radio, televisie of de luidspreker in een warenhuis of van de marktkoopman tot zijn klanten) aan mogelijke gegadigden ook onder de gekozen omschrijving kunnen vallen. Dit geldt eveneens voor schriftelijke mededelingen op producten of verpakkingen van producten die bijvoorbeeld in een winkel te koop worden aangeboden(55).

In de m.v.a. I is dit als volgt verduidelijkt:

‘Met het in deze bepaling gehanteerde begrip ‘openbaar maken’ is bedoeld iedere handeling die ten gevolge heeft dat het consumentenpubliek, onverschillig op welke wijze kennis neemt, of kennis kan nemen van de betrokken reclamemededeling(56).

4.2.4 In de literatuur is verdedigd dat de wet geen enkele beperking aan de wijze van openbaar maken of doen openbaar maken stelt en dat dit begrip alle mogelijkheden om iets ter kennis te brengen aan het publiek omvat(57).

4.2.5 Uit de parlementaire geschiedenis van art. 1416a (oud) BW blijkt dat de wetgever het daar gehanteerde ‘openbaar maken’ bijzonder ruim heeft bedoeld.

Ook wanneer een reeds eerder gepubliceerd stuk nogmaals openbaar wordt gemaakt, is dit ‘openbaar maken’ in de zin van deze bepaling. De wet geeft geen uitputtingsregel in die zin dat wat eenmaal op enigerlei wijze en in enig verband is openbaar gemaakt niet meer opnieuw ‘openbaar gemaakt’ kan worden in de zin die art. 1416a (6:194) daaraan toekent.

Wel kan — maar daarom gaat het in dit onderdeel niet — de herhaling meebrengen dat een tweede publicatie niet misleidend is. Ik geef een gefingeerd voorbeeld. De Consumentengids schrijft dat uit een onderzoek is gebleken dat een bepaald produkt goed en veilig is, hetgeen later onjuist blijkt te zijn. De fabrikant adverteert ‘volgens de Consumentengids goed en veilig’. Dat is wel een publicatie in de hier bedoelde zin, maar geen misleidende, want de Consumentengids heeft dat inderdaad geschreven.

4.2.6 M.i. is hetgeen het hof in ro. 5.3. over ‘openbaar maken’ heeft overwogen juist, zodat het onderdeel vruchteloos is voorgesteld.

#### 4.3 Misleiding

4.3.1 In de roo. 5.4. en 5.5. van zijn arrest heeft het hof de vraag behandeld of de Vereniging m.b.t. de gepretendeerde misleiding aan haar stelplicht heeft voldaan. Het hof heeft die vraag bevestigend beantwoord. De stelling van de Vereniging dat de prospectussen onvolledige en onjuiste informatie bevatten, waardoor de financiële situatie van Co op AG te rooskleurig werd voorgesteld, kon — aldus het hof —, tezamen met de stelling dat deze vennootschap in haar jaarrekeningen ten onrechte 214 verbonden ondernemingen niet had geconsolideerd, de conclusie dragen dat sprake was van misleidende mededelingen.

Die overweging houdt niet in dat ook werkelijk sprake was van misleidende mededelingen. Het gaat hier slechts om het voldaan zijn aan de stelplicht. De vraag of het gestelde juist was, is nog niet aan de orde geweest.

4.3.2 Onderdeel 2 bestrijdt de opvatting van het hof met een motiveringsklacht. Kort samengevat zou de Vereniging onvoldoende gesteld hebben om de bank duidelijk te maken waartegen deze zich moest verweren.

Met name heeft de Vereniging geen objectief verifieerbare gegevens vermeld waarmee de onvolledigheid of onjuistheid van de jaarrekeningen 1986 en 1987 wordt aangetoond.

Onvoldoende duidelijk zou verder zijn waarop de Vereniging haar stelling baseert dat in die jaarrekeningen ten onrechte 214 verbonden ondernemingen niet zijn geconsolideerd.

Het onderdeel wijst op de mogelijkheid dat het toepasselijke jaarrekeningenrecht het niet-consolideren toestond en voorts op het in accountantsverklaringen goedgekeurd zijn van de betrokken jaarrekeningen.

4.3.3 Ik stel voorop dat de vraag of een eiser aan zijn stelplicht heeft voldaan in beginsel van feitelijke aard is. Het middel voert niet aan dat het hof hierbij van een onjuiste rechtsopvatting is uitgegaan.

Indien de bank uit de voldoende bevonden stellingen (in redelijkheid) niet zou kunnen afleiden waartegen zij zich moest verweren, zou men van onbegrijpelijkheid van de aangevallen overweging kunnen spreken. Het onderdeel klaagt erover dat dit het geval is, maar ondergraaft die klacht zelf. De aangevoerde argumenten bevatten in wezen een stuk verweer.

Voorts scheert het onderdeel elementen van stelplicht en van bewijslast over een kam. De stelling is dat de jaarrekeningen onvolledig of onjuist zijn. De verifieerbare gegevens waaruit dat moet blijken, vormen een stuk bewijs.

In een zaak als de onderhavige, waarin uit de wet een omkering van de bewijslast (niet van de stelplicht) volgt, is het juist zaak tussen stelplicht en bewijslast scherp te onderscheiden.

4.3.4 Het hof heeft zijn bestreden overweging gemotiveerd in het tweede gedeelte van de eerste alinea en in de tweede alinea van ro. 5.5. Die motivering lijkt mij alleszins voldoende.

Het onderdeel keert zich daarmee tegen een feitelijke, niet onbegrijpelijke en voldoende gemotiveerde beslissing en loopt daarop vast.

4.3.5 Dat het hof niet is ingegaan op de stelling van de bank dat de Vereniging haar stellingen niet heeft gebaseerd op objectief verifieerbare gegevens mist overigens feitelijke grondslag. Het hof heeft overwogen dat de Vereniging (ook in eerste aanleg) terzake hiervan heeft verwezen naar het ‘Geschäftsbericht 1988’ van Co op AG en daarvan een exemplaar ten processe heeft overgelegd(58). Onderdeel 2 van het middel in het principale cassatieberoep faalt óók op die grond.

4.4 Bepaling inhoud en inkleding prospectussen

4.4.1 In de roo. 5.6. en 5.7. heeft het hof de vraag onderzocht of de bank geacht moet worden de inhoud en inkleding van de prospectussen (mede) te hebben bepaald, zulks in de zin van art. 1416b, lid 1, (6:95, lid 1) BW.

Het hof heeft de bevestigende beantwoording van die vraag onderschreven en het heeft in de twee genoemde rechtsoverwegingen uitvoerig toegelicht op welke gronden het tot die bevinding is gekomen.

4.4.2.1 Onderdeel 3 vecht dit oordeel aan. Het is onderscheiden in een viertal subonderdelen. Deze hangen echter nauw samen, om welke reden ik het onderdeel als één geheel zal behandelen.

4.4.2.2 Subonderdeel 3.1 beklagt zich over 's hofs oordeel dat het prospectus, ook al is het samengesteld uit een geheel van mededelingen van verschillende herkomst en aard, een zelfstandig aan het publiek als eenheid gepresenteerd stuk is en in die zin is te beschouwen als een ‘mededeling’ in de zin van art. 1416a (oud) BW.

Indien het hof in het middel laat of het prospectus als één mededeling moet worden gezien of als verscheidene mededelingen, dan zou zijn arrest onvoldoende zijn gemotiveerd. Het zou dan niet zijn ingegaan op een essentiële stelling van de bank, nl. dat het prospectus niet één mededeling bevat, maar bestaat uit een samenstel van mededelingen(59).

Indien het hof het prospectus als één mededeling in de zin van art. 1416a (oud) BW heeft opgevat, dan heeft het, volgens het middel, een te beperkte maatstaf aangelegd. In het licht van het systeem van de artt. 1416a–c (oud) BW. In het in dit systeem besloten liggende aansprakelijkheidsregime is niet zonder meer doorslaggevend of het prospectus moet worden aangemerkt als een zelfstandig, aan het publiek als een eenheid gepresenteerd stuk.

Het onderdeel acht bij de beoordeling mede van belang dat de artt. 1416a–c (oud) BW ten doel hebben een snellere en doeltreffender wijze van optreden mogelijk te maken tegen vormen van misleidende reclame en de daarmee verband houdende civielrechtelijke aansprakelijkheid te regelen en dat het daarbij in beginsel gaat om informatie van weinig complexe aard.

4.4.2.3 Subonderdeel 3.2 werpt op dat het hof heeft miskend dat de bank de inhoud van het prospectus niet daadwerkelijk heeft bepaald in de zin van art. 1416b (oud) BW voor zover het gegevens bevat afkomstig van derden als ‘garant’.

4.4.2.4 Subonderdeel 3.3 voert aan dat het hof van een onjuiste rechtsopvatting is uitgegaan. Deze opvatting zou zijn dat indien en zodra een stuk als één medede-

ling moet worden opgevat, degene die de inhoud en inkleding van onderdelen van dat stuk heeft bepaald of doen bepalen, de rechtsgevolgen treft die in art. 1416b (oud) BW zijn voorzien ten aanzien van de inhoud van het gehele stuk. Indien het hof zich daar niet over heeft uitgelaten, is het volgens het sub-onderdeel onvoldoende gemotiveerd.

4.4.2.5 Subonderdeel 3.4 verdedigt dat indien het hof van oordeel is dat de bewijslast slechts op de bank rust voor zover zij de inhoud van de prospectussen daadwerkelijk heeft bepaald, het arrest onbegrijpelijk is. Uit de roo. 5.11. en 5.12. blijkt dat volgens het hof de bewijslast van de bank zich mede uitstrekt over die onderdelen van de prospectussen waarvan de bank de inhoud en inkleding niet zelf heeft bepaald.

4.4.3.1 Wil de bewijslast op grond van art. 1416b (6:195) BW ten aanzien van de vereisten voor aansprakelijkheid wegens misleidende reclame omgekeerd worden, dan dient de vordering te zijn ingesteld tegen iemand die de inhoud en inkleding van de mededeling geheel of ten dele zelf heeft bepaald of doen bepalen(60).

Overigens kan de rechter ook in een procedure ex art. 1401 (6:162) BW, op grond van art. 177 Rv., tot een omkering van de bewijslast komen, indien hij meent dat deze uit eisen van redelijkheid en billijkheid voortvloeit. Door een beroep te doen op de regeling van de misleidende reclame in plaats van op de algemene regeling van de onrechtmatige daad heeft de eiser er echter, indien voldaan is aan de voorwaarden van art. 1416b (6:195) waaronder m.n. die inzake het bepalen van inhoud en inkleding, zonder meer aanspraak op dat dit gebeurt.

4.4.3.2 De bank ontleent aan art. 1416b (oud) BW in verband met art. 1416a (oud) BW in wezen twee stellingen:

1.het prospectus is niet te beschouwen één ‘mededeling’ in de zin van art. 1416a, maar als een samenstel van mededelingen die gedeeltelijk van haar en gedeeltelijk van Coopag en Co op AG afkomstig zijn.

2.de bewijslastomkering op grond van art. 1416a (oud) BW kan niet rusten op degene die geen daadwerkelijke invloed heeft op de inhoud en inkleding van de mededeling. De bank heeft geen invloed op de informatie in de prospectussen die afkomstig is van Coopag en van Co op AG.

4.4.3.3 De inhoud van een prospectus met betrekking tot de uitgifte van obligaties bestaat uit een aantal vaste onderdelen (zie nader het in § 3.2.2.2., genoemd Schema B bij het Fondsenreglement)(61). Deze onderdelen zijn ook aanwezig in de onderhavige prospectussen.

Het prospectus behoort te bestaan uit:

a.de voorpagina.

Deze bevat enkele gegevens als de naam van de uitgevende instelling, een omschrijving van de emissie en dergelijke.

b.een pagina met algemene gegevens met betrekking tot de uitgevende instelling. Bij een obligatielening zijn hier de leningsvoorwaarden, c.q. (een uittreksel van) de trustakte opgenomen.

c.een toelichting.

Bij een emissie als de onderhavige is dit veelal een brief van de vennootschap aan de syndicaatsleden met daarin een gedetailleerde omschrijving van de werkzaamheden van de uitgevende instelling en van haar financiële positie. Deze toelichting wordt ondertekend door de uitgevende instelling. In de onderhavige prospectussen is op p. 17 resp. p. 23 te lezen:

‘Ten aanzien van de in deze prospectus opgenomen gegevens delen wij U mede dat deze, voor zover ons bekend, volledig zijn en in overeenstemming met de werkelijkheid en dat geen gegevens zijn weggelaten, welke vermelding de strekking van deze prospectus zou kunnen wijzigen.’

De toelichting is ondertekend door Coopag Finance BV en Co op AG.

d.balansen en winst- en verliesrekeningen over de laatste twee boekjaren, voorzien van een goedgekeurde accountantsverklaring, alsmede een overzicht van de herkomst en de besteding van de middelen met betrekking tot de laatste drie boekjaren.

e.de achterpagina (de zogenaamde ‘technische pagina’).

Deze pagina bevat een overzicht van de voorwaarden waaronder de inschrijving op de uit te geven effecten is opengesteld.

Op de laatste pagina van de onderhavige prospectussen is de in § 1.3. geciteerde verklaring opgenomen. Daarna volgt de ondertekening door het syndicaat, waaronder de Amsterdam-Rotterdam Bank NV als eerste.

4.4.3.4 Volgens het hof (ro. 5.6., p. 12 onder — p. 13 boven) is ‘het prospectus, ook al is dit samengesteld uit een geheel van mededelingen van verschillende herkomst en aard, (...) een zelfstandig, aan het publiek als een eenheid gepresenteerd stuk en in die zin te beschouwen als een mededeling (of geheel van mededelingen) in de zin van art. 1416a (oud) BW’.

De bank draagt volgens het hof voor de inhoud van een dergelijk, door haar uitgegeven en ondertekend, stuk, een eigen verantwoordelijkheid. Grond voor het aannemen daarvan is de zorgvuldigheid die de bank jegens de gemiddelde belegger in acht dient te nemen bij emissies als de onderhavige. De gemiddelde belegger is hoofdzakelijk op de inhoud van het prospectus aangewezen bij zijn keuze al dan niet in te schrijven op de emissie. Gelet op het feit dat de bank aan emissies als de onderhavige haar eigen naam verbindt, ligt het voor de hand dat de gemiddelde belegger er van uitgaat en er ook van mag uitgaan dat de bank dat niet lichtvaardig heeft gedaan.

Voor een beperking van die verantwoordelijkheid tot de zogenaamde ‘technische pagina’s’ is naar het oordeel van het hof geen plaats. Gezien het voorblad en de algehele presentatie van de prospectussen is van zulk een beperking tot een strikt afgescheiden en voor de gemiddelde belegger duidelijk kenbaar deel onvoldoende gebleken. Daardoor acht het hof niet van belang dat de opname van de gegevens van Co op AG in het prospectus was voorgeschreven op grond van het Fondsenreglement en het bijbehorende Schema B alsmede dat dit schema de mogelijkheid openlaat dat bepaalde

(rechts)personen slechts verantwoordelijk zijn voor een gedeelte van het prospectus.

Evenmin doet daaraan af dat in de relevante regelgeving enig voorschrift ontbreekt ten aanzien van een onderzoeksplicht van het syndicaat op de door de uitgevende instelling aangedragen gegevens. Uit een en ander vloeit volgens het hof tevens voort, dat de bank het 'te gelden als degene die de gestelde misleidende mededelingen zelf (ten dele) heeft bepaald' (ro. 5.6., p. 14 boven).

4.4.3.5 De vraag of het prospectus is te beschouwen als één mededeling of enkele te onderscheiden mededelingen is een kwestie van uitleg van het desbetreffende prospectus. Het hof is in r.o. 5.6. tot het oordeel gekomen dat de prospectussen gezien de presentatie (inhoud en inkleding) elk als één, van de bank afkomstige mededeling zijn te beschouwen. Deze uitleg is feitelijk en niet onbegrijpelijk.

Het hof heeft bij die uitleg geen blijk gegeven van een onjuiste rechtsopvatting. Het prospectus is, zoals eerder opgemerkt, veelal voor de belegger de enige bron van informatie. Nu het stuk van de bank afkomstig is, komt het er op aan hoe de wederpartij (in casu de gemiddelde belegger) dit stuk redelijkerwijs heeft mogen begrijpen. Het hof heeft daarbij het gezichtspunt van de wederpartij, de gemiddelde belegger, van doorslaggevende betekenis geacht(62). Het vertrouwen van de belegger staat voorop, mede gezien de bescherming die zowel de wettelijke regeling van de misleidende reclame als de beursregelgeving hem beoogt te bieden. Een dergelijke uitleg is, zoals uit de parlementaire geschiedenis van het ontwerp van wet inzake bescherming tegen misleidende reclame blijkt(63), in overeenstemming met de bedoeling van de wetgever.

Dit past ook bij de omstandigheid dat het stuk eenzijdig afkomstig is van de bank en zich niet richt tot één persoon, maar tot een vrijwel onbepaald en in zekere zin onbekend publiek. In zoverre valt een vergelijking te maken met de uitleg van cao-bepalingen(64). Evenals bij de uitleg van cao-bepalingen mag degene die aan de totstandkoming van het stuk heeft meegewerkt (in casu de bank) zijn eventueel daaraan ontleende bijzondere wetenschap te dier zake niet jegens de wederpartij die aan die totstandkoming niet heeft meegewerkt (in casu de belegger), niet inroepen.

Het Duitse recht (zie § 3.4.1.) bevat een overeenkomstig systeem. Het prospectus moet beoordeeld worden aan de hand van de algehele indruk ('Gesamteindruck') die de gemiddelde belegger van het prospectus heeft.

4.4.3.6 Het hof heeft voorts (ook in ro. 5.6.) overwogen dat voor beperking van de verantwoordelijkheid van de bank tot de 'technische' gedeelten in dit geval geen plaats is. Indien de bank haar aansprakelijkheid al zou kunnen beperken, dan zou dit op een in het oog springende wijze moeten geschieden(65).

Van een voor de gemiddelde belegger duidelijke waarschuwing is volgens het hof onvoldoende gebleken (roo. 5.6. en 5.10.). Dit oordeel is feitelijk en niet onbegrijpelijk of anderszins onvoldoende gemotiveerd.

Ik merk nog op dat naar Duits recht een beperking van de aansprakelijkheid voor emissieprospectussen inge-

volge § 13 Verkaufsprospekt G io. § 48 BörsG. ongeoorloofd is(66).

4.4.3.7.1 Vervolgens komt de vraag aan de orde of de bank de prospectussen 'geheel of ten dele zelf heeft bepaald of doen bepalen' in de zin van art. 1416b (oud) BW.

In de literatuur is verdedigd dat de lead manager geacht wordt de inhoud en de inkleding van het prospectus te hebben bepaald(67). De Rooy heeft daarover geschreven:

'Deze treedt immers als 'penvoerder' voor het syndicaat op en wordt geacht de in het prospectus op te nemen informatie het best te kunnen beoordelen. De lead manager ontvangt voor deze, alsmede de overige aan de emissie verbonden werkzaamheden, waaronder de gehele financiële en administratieve afwikkeling (...) ook een extra beloning, namelijk de zgn. leidersbeloning.(68)

Voor het samenstellen van het prospectus is de lead manager evenwel in belangrijke mate afhankelijk van de door de uitgevende instelling verstrekte gegevens. Dat doet echter aan de toepasselijkheid van art. 1416b (6:195) niet af. Niet alleen dat hij een prospectus ondertekent, hij bepaalt ook tenminste een gedeelte van het prospectus(69).

4.4.3.7.2 Het Duitse recht bepaalt in § 45lid 2 Börsengesetz (BörsG) expliciet dat de prospectusaansprakelijkheid (Prospekthaftung) niet wordt uitgesloten als in het prospectus staat vermeld dat mededelingen van derden afkomstig zijn(70).

Volgens de (Duitse) rechtspraak zijn al diegenen aansprakelijk die door hun naar buiten blijvende medewerking aan het prospectus een zeker vertrouwen bewerkstelligen (vgl. § 3.4.1.2.). Daarvoor is voldoende dat een deskundige professioneel (bijv. een bank) met zijn wil en medeweten in het prospectus als betrokkene genoemd staat. Dit is slechts anders indien de bank zich duidelijk en ondubbelzinnig beperkt tot een rol als financieringsbank, zonder op welke wijze dan ook functies van de uitgevende instelling etcetera over te nemen(71).

In het Anglo-Amerikaanse recht bestaat evenzeer een vergaande aansprakelijkheid van de bank bij overname van gegevens van de uitgevende instelling. Doorslaggevend voor de aansprakelijkheid is daar reeds dat de bank het prospectus heeft ondertekend (zie § 3.4.2. en § 3.4.3.).

4.4.3.7.3 De bank heeft in ieder geval de inhoud van de voorpagina, de pagina met de leningsvoorwaarden en de achterpagina zelf bepaald. Van deze gegevens wordt evenwel niet gesteld dat zij misleidend zijn.

De bank heeft eveneens de inkleding van het prospectus bepaald, dat wil zeggen de wijze van voorstelling of presentatie van de mededeling en de vorm die daaraan is gegeven(72). Onder de 'inkleding' moet blijken de parlementaire geschiedenis meer concreet worden verstaan '(...) de typografie, de regelafstand, de indeling, de presentatie en de plaats in de krant'(73).

Volgens het hof is er kennelijk (mede) sprake van dat de bank de inkleding van het prospectus heeft bepaald. Het oordeelt dat voor een beperking van de verant-

woordelijkheid voor de zogenaamde 'technische pagina's' geen plaats is, gezien het voorblad en de algehele presentatie van de prospectussen.

Het hof was verder van oordeel dat de indruk die het prospectus als geheel op de belegger maakt essentieel is. Dat de bank de inkleding van het prospectus heeft bepaald, is voldoende voor een omkering van de bewijslast in de zin van art. 1416b (6:195) BW. Wie de inhoud van het prospectus heeft bepaald, doet dan niet meer ter zake. Uitgaande van dit gegeven is de omstandigheid dat het opnemen van bepaalde gegevens ingevolge beursregelgeving voorgeschreven is alsmede de vraag naar een onderzoeksplicht van de bank, zoals het hof overweegt, dan niet meer relevant.

Dit oordeel geeft m.i. geen blijk van een onjuiste rechtsopvatting.

4.4.3.8.1 Nu de stellingen van de Vereniging niet zozeer betrekking hebben op de misleidendheid van de inkleding van het prospectus, maar op de inhoud daarvan, wil ik ook ingaan op de vraag of gezegd kan worden dat de bank ook de inhoud van de mededeling geheel of ten dele heeft bepaald. De gestelde misleidendheid heeft immers voornamelijk betrekking op de toelichting en de financiële pagina's. De vraag is of de bank de inhoud daarvan heeft bepaald of doen bepalen.

4.4.3.8.2 In de m.v.t. bij het ontwerp van de wet van 1980 inzake misleidende reclame is over het begrip 'het geheel of ten dele bepalen of doen bepalen van de inhoud of de inkleding van de mededeling' opgemerkt:

'Hierbij moet vooral worden gedacht aan de adverteerder die zelf de advertentie opstelde of daartoe de opdracht gaf en aan degene die de opdracht uitvoerde, zoals een advertentiebureau, of een reclameadviesbureau. De bepaling geldt derhalve in het algemeen niet voor het publiciteitsmedium dat de mededeling ter kennis van het publiek brengt.

Dit betekent niet dat dit medium van iedere aansprakelijkheid ontheven is, want zijn verantwoordelijkheid kan worden getoetst aan de (ook thans voor dit geval geldende) norm van artikel 1401 BW, nader bepaald door de norm van het nieuwe artikel 1416a. Voor een verder gaande aansprakelijkheid van het medium is naar het oordeel van de ondergetekenden geen reden. Naar hun mening is immers een intensieve controle van aan de media ter publikatie aangeboden reclamemededelingen in vele gevallen niet te vergen. De aard van bijvoorbeeld een persbedrijf, waar dagelijks binnen een kort tijdsbestek een groot aantal advertenties verwerkt moeten worden, brengt mee dat er geen gelegenheid bestaat om de afzonderlijke advertenties anders dan zeer oppervlakkig op eventuele misleidende elementen te toetsen. In de regel zal deze toetsing bovendien beperkt moeten blijven tot vormen van misleiding die zonder nader onderzoek uit de advertentie zelf zijn te onderkennen.(74)

In de m.v.a. aan de Tweede Kamer is dit nader gepreciseerd:

'Het komt ons voor dat een omkering van de bewijslast ter zake van het misleidend karakter van de mededeling met name op haar plaats is, indien de vordering wordt ingesteld tegen iemand die inhoud en inkleding van de

mededeling geheel of ten dele zelf heeft bepaald of doen bepalen, en indien het daarbij — kort gezegd — gaat om feitelijke elementen waarop het beweerde misleidend karakter van de mededeling berust. Van hem die bij voorbeeld ter aanprijzing van door hem verhandelde producten mededelingen openbaar maakt omtrent de kwaliteit en de werking van deze producten, kan worden gevergd dat hij in beginsel instaat voor de waarheid. Het zal voor hem in het algemeen aanzienlijk gemakkelijker zijn de juistheid daarvan aan te tonen dan voor zijn tegenpartij om te bewijzen dat zij onwaar zijn. Onder de omschrijving van de bepaling vallen in dit verband zowel de adverteerder die zelf de tekst van de mededeling heeft opgesteld of die daartoe opdracht gaf, als een advertentiebureau of reclameadviesbureau dat de opdracht uitvoerde. De bepaling geldt echter niet voor het publiciteitsmedium dat op de samenstelling van de mededeling geen invloed heeft, evenmin op de adverteerder die, bij voorbeeld met gebruikmaking van collectief reclamemateriaal, geen invloed heeft uitgeoefend op de inhoud van dat door hem gebruikt(e) materiaal.(75)

En verder:

'Wij zijn (...) van mening dat van de media meer dan de normale — in het kader van art. 1401 BW passende — zorgvuldigheidsplicht bij de controle op de inhoud van hun ter publikatie aangeboden advertenties niet gevergd kan worden. Anders dan adverteerders, advertentiebureaus of reclameadviseurs zijn zij in het geheel niet betrokken bij het bepalen van de inhoud of de inkleding van de reclamemededelingen en kunnen zij deze, gelet op de hun ter beschikking staande mogelijkheden van deskundigen beoordeling, tijd enz., slechts zeer globaal toetsen op eventuele misleidende elementen. Om deze reden beschouwen wij bewijslastomkeringen, als in dit wetsontwerp voorgesteld, als een onredelijk zware last voor de media.(76)

Tijdens de openbare behandeling merkte minister De Ruiters op dat het medium wel op grond van misleidende reclame aansprakelijk kan zijn:

'Er zijn echter ook gevallen, ook in zekere gradaties, waarin de advertentie zodanig misleidend is dat het opgemerkt had kunnen worden. (...) Men kan zeker niet zeggen dat het medium altijd vrijuit gaat.(77)

4.4.3.8.3 Uit de hierboven geciteerde parlementaire stukken blijkt dat van een bepalen of doen bepalen in de zin van art. 1416b (6:195) BW sprake is indien een persoon op de inhoud of inkleding van de mededeling redelijkerwijs invloed heeft kunnen of behoren te kunnen uitoefenen(78).

Het kunnen uitoefenen van invloed komt aan de orde wanneer de bank onderzoek had behoren te doen naar de door de uitgevende instelling verstrekte mededelingen en eventueel op grond daarvan de inhoud van het prospectus had behoren aan te passen, maar dit heeft nagelaten.

Voorschriften die verplichten tot het opnemen van jaarstukken in het prospectus houden geen uitsluiting van aansprakelijkheid in. In de omgekeerde situatie zou het niet-naleven van deze regels evenmin automatisch tot aansprakelijkheid leiden(79).

4.4.4 Uit de voorgaande beschouwingen volgt naar mijn inzicht dat onderdeel 3, in al zijn subonderdelen, vruchteloos is voorgesteld.

#### 4.5 Verwijtbaarheid

4.5.1 Onderdeel 4 bestrijdt hetgeen het hof in ro. 5.6. en in de roo. 5.11. e.v. (waarmee i.h.b. bedoeld zal zijn: 5.12.) overweegt over de verwijtbaarheid.

Het gaat hier om de disculpatiegrond van art. 1416b, lid 2, (oud). Deze houdt in dat indien onrechtmatig in de zin van art. 1416a is gehandeld, degene die inhoud en inkleding van de mededeling heeft bepaald voor de schade aansprakelijk is, 'tenzij hij bewijst dat hem geen verwijt treft'. In art. 6:195, lid 2, BW is juist deze passage, aansluitend aan art. 162, lid 3, iets anders geformuleerd en daardoor m.i. ook iets verruimd. Op de onderhavige zaak is echter het oude recht van toepassing.

4.5.2 Het hof heeft aan de hand van de gedingstukken vastgesteld dat de bank heeft erkend dat op haar een zekere, zij het marginale, onderzoeksplicht rust. Daar heeft het hof aan toegevoegd dat de grond voor een eigen verantwoordelijkheid van de bank bestaat in de zorgvuldigheid die de bank bij emissies als de onderhavige jegens de gemiddelde belegger in acht moet nemen. De belegger mag aannemen dat de bank aan emissies als de onderhavige niet lichtvaardig haar naam verbindt.

De door de bank genoemde bijzondere omstandigheden (late ontdekking van door de accountants gepleegd bedrog, langdurig strafrechtelijk onderzoek, concurrentie en vertrouwelijkheid in het interbancaire verkeer) staan daaraan, aldus het hof in r.o. 5.12., niet in de weg. Ook los van deze omstandigheden zou nl. een eigen onderzoek de bank ervan hebben kunnen weerhouden de obligatielening uit te schrijven.

In dat verband heeft het hof gewezen op het rapport van 'Treuverkehr' dat op 1 juni 1987 is opgemaakt in opdracht van de Deutsche bank. Dit rapport is door de Vereniging in het geding gebracht(80). De daarin opgenomen kritische opmerkingen zijn volgens het hof inhoudelijk niet bestreden.

4.5.3 Het middelonderdeel meent dat het hof van een onjuiste rechtsopvatting is uitgegaan, althans dat zijn overwegingen onbegrijpelijk zijn.

De kern van het onderdeel zie ik in de stelling dat de verplichting van de bank als lead manager om de opgaven van de emittent te controleren, voor de toepassing van de artt. 1416 e.v. (oud) BW haar grens vindt in het gecontroleerd zijn van de opgaven van de emittent of de garant door een onafhankelijk deskundige. Bij dat laatste heeft het middel het oog op de accountant die op grond van wettelijke bepalingen de jaarrekening moet controleren.

Het zou anders zijn, aldus nog steeds het onderdeel, in bijzondere omstandigheden op grond waarvan aanneemelijk is dat de bank niet op de jaarrekeningen en de goedkeurende accountantsverklaringen mocht afgaan, maar zulke omstandigheden zijn niet aangevoerd.

Verder voert het onderdeel aan dat het hof, door de eisen die het stelt aan de stelplicht van de bank m.b.t. het door haar in te stellen onderzoek en in het algemeen tot

het ontbreken van schuld aan haar zijde, de grondslag van de vordering heeft verlaten.

4.5.4 Met dat laatste beginnend: dat het hof de grondslag van de vorderingen van de Vereniging heeft verlaten is reeds daarom onaannemelijk omdat het hof, wat de materiële kant van de zaak betreft, het tussenvonnis van de rechtbank heeft bekrachtigd. Dat hield in dat de bank mocht reageren op een door de Vereniging bij pleidooi naar voren gebrachte stelling en de gelegenheid kreeg bij akte aan te geven of zij door de rechtbank omschreven onderzoeken had verricht.

Tegen die beslissingen is (slechts) de bank, in het principaal appel, opgekomen. De Vereniging heeft geconcludeerd tot verwerping van het principaal appel(81). Dat laatste heeft het hof gedaan. Al hetgeen het dien-aangaande heeft overwogen dient ter motivering van die beslissing. Niet is in te zien hoe het daarmee buiten de rechtsstrijd zou zijn getreden.

Wat het onderdeel voorts aanvoert over de vaststelling door het hof van de stelplicht van de bank heeft, naast onderdeel 2, geen zelfstandige betekenis.

4.5.5 Zoals bleek heeft het hof aan de hand van de gedingstukken vastgesteld dat de bank heeft erkend dat op haar een zekere, zij het marginale, onderzoeksplicht rust.

Het middel verdedigt evenwel dat de onderzoeksplicht van de bank haar grens vindt in het gecontroleerd zijn van de opgaven van de emittent of de garant door een onafhankelijk deskundige.

De vraag is nu: hoe marginaal is marginaal? Mocht van de bank, overeenkomstig haar eigen erkenning, verwacht worden dat zij ook de jaarrekeningen, en mogelijk ook de goedkeurende accountantsverklaringen, althans marginaal zou onderzoeken? Of moet worden aangenomen dat in redelijkheid geen twijfel kan bestaan aan een door een accountant goedgekeurde jaarrekening noch aan de accountantsverklaring zelf?

4.5.6.1 Uit de parlementaire geschiedenis van het wetsontwerp, waarbij de wet van 1980 inzake misleidende reclame tot stand is gebracht, blijkt dat van een verwijt in de zin van art. 1416b (oud) BW sprake is indien:

'de wederpartij op grond van de omstandigheden van het geval het misleidend karakter van de mededeling hetzij reeds kende of behoorde te kennen, hetzij met de mogelijkheid van dit karakter had moeten rekening houden(82).

Niet alleen het op de hoogte zijn van de misleiding, maar ook het behoren te weten dat een mededeling misleidend is levert een verwijt op in de zin van het onderhavige artikel. In het kader van het behoren te weten speelt de vraag naar een eventuele onderzoeksplicht. Bij het behoren te weten is van belang welke deskundigheid en ervaring van een partij verwacht mag worden. Van een bank mag in financiële zaken een hoge mate deskundigheid en ervaring en daarom van zorgvuldigheid verwacht worden(83). Dit geldt te sterker wanneer de potentiële wederpartijen particuliere beleggers zijn.

Reeds onder de regeling van de oude prospectusaansprakelijkheid uit 1928(84) werd een zekere onder-

zoeksplicht aanvaard ten aanzien van de inhoud van het prospectus:

‘het is niet te veel gevegd, dat zij, die medewerken tot het samenstellen van stukken, ten doel hebbende het publiek tot het nemen van aandelen of obligatiën van op te richten of reeds bestaande maatschappijen aan te sporen, zich vooraf van de juistheid der in die stukken opgenomen mededeelingen vergewissen(85).

Later was de regering echter, m.n. voor van een derde afkomstige gegevens, terughoudender(86).

4.5.6.2 De opvatting van het hof, inhoudend dat op de bankinstelling die als lead manager bij een emissie optreedt de zorgvuldigheidsverplichting rust alle informatie m.b.t. de emissie zorgvuldig te controleren, is ook in de literatuur verdedigd(87).

In de literatuur is betoogd dat een bank die als lead manager optreedt niet met een marginaal onderzoek mag volstaan, mede omdat zij voor dit optreden een hoge beloning ontvangt(88). Anderen hebben zich in min of meer vergelijkbare zin uitgelaten(89). Het tegendeel wordt, m.n. in andere landen, eveneens verdedigd(90).

4.5.6.3 De inhoud van een prospectus bestaat niet alleen uit de laatste jaarrekening van de emittent (of, zoals hier: de garant), maar ook uit andere (o.m. recentere) gegevens (zie § 3.2.2.1., § 3.3.2.2. en § 4.4.3.3.). Reeds om die reden kan de omstandigheid dat de jaarrekening, als hier bedoeld, is goedgekeurd door een accountant, een lead manager niet ontslaan van de verplichting een nader onderzoek in te stellen, in het bijzonder bij de emittent of garant.

De jaarrekeningen hadden betrekking op de kalenderjaren 1986 en 1987. De leningen zijn in juni 1987 resp. juli 1988 uitgeschreven. In beide gevallen was dus circa een half jaar verlopen sinds het einde van die boekjaren. Er moest dus rekening worden gehouden met de mogelijkheid dat de jaarrekeningen niet voldoende waren ‘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’(91), i.c. de garant, Co op AG.

Daar komt bij dat de leningen zelf de financiële positie van het concern konden beïnvloeden en dat daarmee bij het opstellen en goedkeuren van de jaarrekening over het voorafgaande jaar geen rekening kon worden gehouden.

4.5.6.4 Wat de jaarrekeningen betreft: het zou wat veel gevraagd zijn van de bank te verlangen dat zij in gevallen als het onderhavige als regel het werk van de accountants geheel overdeed, zeker zo lang niet bekend was dat die accountants bedrog hadden gepleegd. Dat heeft de rechtbank ook overwogen (r.o. 11, eerste zin).

Dat neemt niet weg dat ik meen dat een lead manager bij een emissie, als hier de bank, niet zonder meer mag afgaan op een verklaring die door de accountant van een ander op verzoek van die ander is afgegeven. Hij zou tenminste contact met die accountant moeten opnemen (of door zijn eigen accountant doen opnemen) om te informeren welke methoden en maatstaven de goedkeurende accountant heeft gehanteerd. M.i. — en in zoverre zou ik enigszins strengere eisen willen stel-

len dan de rechtbank heeft gedaan — zou dit ook moeten gelden zonder dat de lead manager enige aanleiding tot twijfel heeft.

Indien de bank in deze zaak zou hebben gehandeld als in de vorige alinea is aangegeven, dan zouden mogelijk gegevens als het niet consolideren van een groot aantal verbonden ondernemingen en het bestaan van liquiditeitsproblemen aan het licht zijn gekomen.

De rechtbank heeft de bank niet gevraagd aan te geven of deze contact met de accountant van Co op AG had opgenomen. Zou de bank dat echter hebben gedaan, dan zou het eventueel niet instellen van een onderzoek bij Co op AG zelf daardoor kunnen worden verklaard en verontschuldigd.

4.6 Omkering bewijslast t.a.v. causaliteit en schade

4.6.1 In de laatste alinea van ro. 5.16. heeft het hof overwogen dat in de veronderstelling dat de verstrekte informatie misleidend is geweest op de bank, ‘gezien het aan de artt. 1416a (oud) BW ten grondslag liggende systeem en gelet op het hiervoor overwogene, de bewijslast dat zij daaraan geen schuld heeft en de schade haar niet kan worden toegerekend’(92), rust.

4.6.2 Onderdeel 5 voert aan dat als het hof van oordeel is dat de artt. 1416a–c (oud) BW een wijziging meebrengen in de stelplicht en de bewijslast t.a.v. de causaliteit en de schade, dit oordeel rechtens onjuist is.

4.6.3 In de m.v.t. bij het ontwerp van de wet uit 1980 waarbij de genoemde artikelen tot stand zijn gebracht is hierover te lezen:

‘Het laat onverlet de overige vereisten voor het verkrijgen van schadevergoeding wegens onrechtmatige daad, namelijk dat er schade geleden moet zijn, dat iemand aan de daad schuld moet hebben en dat er een causaal verband dient te zijn tussen de daad en de schade. Deze elementen zullen dan ook in een eventuele procedure op de normale wijze gesteld en bewezen moeten worden, behoudens wat het element schuld betreft de nog te bespreken regel van artikel 1416b(93).

Art. 1416b, lid 2, (oud) BW bevat het begrip ‘verwijt’. Art. 6:195, lid 2, BW hanteert daarvoor in de plaats de begrippen ‘schuld of voor zijn rekening’, waarmee het (zoals eerder bleek) aansluiting heeft gezocht bij art. 6:162, lid 3(94).

Het begrip ‘verwijt’ moest overigens ook onder het oude BW niet alleen verstaan worden als schuld in de zin van verwijtbaarheid, maar als rechtens verwijtbaar, dat ook een meer geobjectiveerde toerekening kon inhouden.

4.6.4 Het hof heeft de terminologie van het nieuwe BW gebruikt, maar daarmee niet tot uitdrukking gebracht dat de bewijslastomkering ook zou gelden ten aanzien van de causaliteit en de schade.

De veronderstelling waarvan het middelonderdeel uitgaat, is dan ook niet juist, zodat het onderdeel geen feitelijke grondslag heeft.

## **5 Collectieve actiebevoegdheid; schadebeperking; bespreking van het incidenteel voorgestelde middel**

### **5.1 Collectieve actiebevoegdheid**

5.1.1 Het hof heeft overwogen (ro. 4.1.) dat de Vereniging optreedt als lasthebber van de beleggers die hun vorderingen op de bank aan de Vereniging ter incasso

hebben overgedragen. Daarentegen had de Vereniging volgens het hof geen feiten of omstandigheden aangevoerd die de conclusie konden wettigen dat de Vereniging algemeen voor 'alle beleggers die de ten processe bedoelde obligaties hebben gekocht' kan optreden.

5.1.2 Onderdeel 1 van het incidentele middel stelt hier tegenover dat de Vereniging binnen haar statutaire doelstelling handelt, hetgeen op zichzelf reeds voldoende moet worden geacht voor het instellen van de vorderingen.

Daarnaast zou een efficiënte bescherming van de belangen van hen die de bewuste obligaties hebben verworven, een bundeling vergen, althans rechtvaardigen.

5.1.3.1 In art. 1416c, lid 2, (oud)/art. 6:196, lid 2, (oud(95)) BW is geregeld dat een rechterlijk verbod of een rectificatie (als bedoeld in art. 1416c, lid 1, (oud)/art. 6:196, lid 1, BW) door een organisatie(96) in een collectieve actie gevorderd kan worden.

De enige eisen aan de ontvankelijkheid van een organisatie, in een vordering op grond van art. 1416c, lid 2, resp. 6:196, lid 2, (oud), waren:

a.rechtspersoonlijkheid met volledige rechtsbevoegdheid

b.dat de belangen die de organisatie beoogt te behartigen in de statutaire(97) doelomschrijving staan en

c.een (dreigende) aantasting van deze belangen (in geval van ondernemers-, beroeps- of consumentenorganisaties) of aantasting van het nagestreefde doel (in geval van ideële organisaties)(98).

Volgens de wetgever is de kring van bevoegde organisaties zeer ruim, omdat geen aanvullende eisen worden gesteld (zoals representativiteit en feitelijke werkzaamheid)(99). Strekking van deze actiebevoegdheid is de mogelijkheid te scheppen om op effectieve wijze het verschijnsel van misleidende reclame te kunnen tegengaan(100).

Op andere rechtsvorderingen dan een verbod of rectificatie, zoals een verklaring van recht als in de onderhavige zaak is gevorderd, ziet de bepaling niet. Zo wordt in dit artikel geen speciale collectieve actiebevoegdheid toegekend tot verhaal van (collectieve) schade, noch is deze bevoegdheid impliciet in de wet besloten(101).

5.1.3.2 De artikelen betreffende de collectieve actie (artt. 3:305a en b BW, Stb. 1994, 391) zijn eerst per 1 juli 1994 in werking getreden. Daarbij is, zoals bleek, het oorspronkelijke artikel 6:196, lid 2, vervallen.

De Hoge Raad heeft kort geleden overwogen dat in die nieuwe bepalingen is neergelegd hetgeen in de rechtspraak en in een aantal bijzondere wetten reeds was aanvaard ten aanzien van het optreden van belangenorganisaties en dat in die nieuwe bepalingen daarop wordt voortgebouwd. Volgens dat arrest wijkt de nieuwe wettelijke regeling niet wezenlijk af van het voordien reeds geldende recht en leent het zich voor toepassing bij wege van anticipatie(102).

Of een collectieve actie mogelijk is, zal beoordeeld moeten worden aan de hand van de tot dusverre geformuleerde maatstaven, die — afgezien van de overlegverplichting (art. 3:305a, lid 2, BW) — overigens in essentie niet afwijken van de huidige regeling.

5.1.3.3 In de rechtspraak worden twee absolute vereisten en een of enkele bijkomende omstandigheden geëist wil een collectieve actie ontvankelijk zijn(103). In zoverre gaat onderdeel 1 van het middel van een onjuiste rechtsopvatting uit.

De absolute vereisten zijn

a.rechtspersoonlijkheid en

b.statutaire doelstelling.

De bijkomende omstandigheden zijn:

c.de belangen zijn gelijksoortig(104);

d.bundeling bevordert een efficiënte of effectieve rechtsbescherming;

e.de organisatie heeft feitelijke werkzaamheden ontplooid ter behartiging van de desbetreffende belangen(105) of

f.de organisatie kan representatief worden geacht voor de door haar behartigde belangen.

5.1.3.4

In het arrest-Kuunders/Milieu Verenigingen(106) (ro. 4.1.2.) heeft de Hoge Raad voor de daar aan de orde zijnde vordering (het tegengaan van aantasting van het milieu door het toebrengen van schade aan een beschermd natuurmonument) een uitzondering aanvaard op de regel dat de doelomschrijving van een rechtspersoon deze niet zonder meer bevoegd maakt om bij de burgerlijke rechter een vordering in te stellen ter zake van aantasting van belangen waarvan zij blijkens die omschrijving de behartiging op zich heeft genomen. Als reden voor het maken van die uitzondering heeft de Hoge Raad genoemd dat de desbetreffende (ecologische) belangen zich er slecht voor lenen om door individuele rechtsvorderingen te worden beschermd tegen aantasting als die daar aan de orde was, dat een efficiënte bescherming van deze belangen bundeling vergt en dat de desbetreffende belangen behoren tot de soort die valt onder de bescherming die art. 1401 oud/6:162 BW beoogt te bieden.

Deze uitzondering noch de daaraan ten gronde liggende redenen doen zich in het onderhavige geval voor, met dien verstande dat de belangen waarom het hier gaat, eveneens behoren tot de soort die valt onder de bescherming die art. 1401 (oud)/6:162 BW bedoelt te bieden.

5.1.3.5 In de parlementaire stukken van het wetsvoorstel dat heeft geleid tot de invoering van de artt. 3:305a en b in het BW, is herhaaldelijk de vraag aan de orde gekomen wanneer een individuele actie meer geïndiceerd is dan een collectieve actie.

Alleen indien een collectieve actie in een concrete situatie geen enkel voordeel biedt boven het procederen op naam van de belanghebbende zelf, dan dient voorkeur te worden gegeven aan een individuele actie(107).

De factoren die daarbij blijkens de parlementaire geschiedenis een rol spelen zijn de grootte van de individuele vorderingen, de omvang van de groep waarvoor wordt opgekomen, de vraag of de leden van deze groep bekend zijn en de vraag of er een spoedeisend belang is(108). Ook het bijkomende argument van een efficiënte en/of effectieve rechtsbescherming wordt van groot gewicht geacht(109).

In het licht hiervan lijkt een ad hoc organisatie als de onderhavige Vereniging om redenen van proceseconomie in een collectieve actie gemakkelijk ontvangen te kunnen worden.

5.1.3.6 Een andere hindernis die genomen moet worden voor de ontvankelijkheid van een bij wege van collectieve actie gevorderde verklaring van recht, is dat deze slechts kan worden uitgesproken op vordering van een bij een bepaalde rechtsverhouding onmiddellijk betrokken persoon (art. 3:302 BW)(110).

In veel gevallen is een organisatie dat niet. Indien het gaat om personen in wier belang de vordering wordt ingesteld is dat wel zo en stuit de ontvankelijkheid van een organisatie niet af op art. 3:302 BW.

Ook al kan een organisatie geen schadevergoeding vorderen, zij kan wel een verklaring van recht vorderen die aan individuele schadevergoedingsacties ten grondslag kan liggen(111).

5.1.3.7 Volgens het hof (ro. 4.1.) heeft de Vereniging, afgezien van de eis van rechtspersoonlijkheid en statutaire doelstelling, geen (bijzondere) feiten of omstandigheden te dien aanzien aangevoerd die een collectieve actie rechtvaardigen.

Vooropgesteld moet worden dat het in het onderhavige geval niet gaat om belangen die door individuele rechtsvorderingen moeilijk afdoende kunnen worden beschermd(112).

Aan andere bijkomende voorwaarden (zoals de gelijksoortigheid van de belangen, de efficiënte rechtsbescherming nu het een groot aantal mogelijke eisers betreft en de representativiteit) lijkt, al komt dat niet expliciet naar voren, wel voldaan te zijn.

Een terughoudende benadering ten aanzien van de ontvankelijkheid van een organisatie als de Vereniging, in een collectieve actie als de onderhavige, lijkt mij op zichzelf niet op haar plaats(113). Het middelonderdeel wijst op de efficiëntie van een collectieve actie in het onderhavige geval.

Volgens het hof heeft de Vereniging evenwel geen (bijzondere) feiten en omstandigheden aangevoerd, die de conclusie wettigen dat zij een collectieve actie als gevorderd (een verklaring van recht) kan instellen. Art. 3:305a dat, hoewel op de onderhavige zaak formeel niet van toepassing, als de codificatie van het voor het instellen van collectieve acties geldende recht mag worden beschouwd, bevat een dergelijke eis evenwel niet.

In dit opzicht is het hof derhalve van een onjuiste rechtsopvatting uitgegaan.

5.1.3.8 Het onderdeel komt mij, gezien het voorgaande, gegrond voor.

5.1.4 In ro. 4.3. heeft het hof overwogen dat de Vereniging slechts ontvankelijk is voor zover haar vorderingen betrekking hebben op schade van obligatiehouders die hun vorderingen reeds ten tijde van de inleidende dagvaarding aan de Vereniging hadden gecedeerd.

5.1.5 Onderdeel 2 van het incidentele middel stelt hier tegenover dat niet valt in te zien waarom de cessies die na de inleidende dagvaarding hebben plaats gevonden niet tot een geldige vermeerdering van eis in de zin van art. 134 Rv. kunnen leiden. Door deze cessies is im-

mers de omvang van de verplichting tot schadevergoeding die de bank volgens de Vereniging jegens deze laatste heeft, toegenomen.

5.1.6.1 Art. 134 Rv. heeft alleen betrekking op de wijziging van de eis en de gronden waarop deze berust(114). De persoon van de eiser, het zijn van eisende partij en het optreden in een bepaalde hoedanigheid kunnen niet door een wijziging van eis gewijzigd worden(115).

In het zojuist genoemde arrest-NVPI/Snelleman (ro. 4.3.) oordeelde de Hoge Raad dat in het geval de volmachtgevers niet behoorden tot de groep van niet met name genoemde belanghebbenden te wier behoefte de vordering is ingesteld, de eisende partij die niet reeds bij dagvaarding heeft gesteld (mede) op te treden als gevolmachtigde van met name genoemde volmachtgevers, niet hangende de procedure die hoedanigheid alsnog kan aannemen door op de voet van art. 134 Rv. haar eis te veranderen. De Hoge Raad heeft daar aan toegevoegd dat de eisende partij die in de loop van een procedure alsnog mede als gevolmachtigde van een derde wenst op te treden, zich in die hoedanigheid wel in die procedure kan voegen.

5.1.6.2 De onderhavige zaak is in dit opzicht echter niet met die, welke aan het arrest-NVPI/Snelleman ten grondslag lag, te vergelijken.

Volgens het middel was in de onderhavige zaak geen volmacht aan de Vereniging gegeven, maar waren vorderingen gecedeerd. Die stelling mist echter feitelijke grondslag, aangezien het hof heeft vastgesteld (r.o. 4.1.) dat ervan moet worden uitgegaan dat de Vereniging als lasthebber van de bedoelde beleggers de gepretendeerde vorderingen op eigen naam in rechte geldend heeft gemaakt.

Evenwel behoorden ook degenen die hun vordering na de inleidende dagvaarding aan de Vereniging hebben gecedeerd, tot de groep van niet met name genoemde belanghebbenden (i.c. de leden van de Vereniging) namens wie de Vereniging optrad.

In het onderhavige geval is m.i. daarom geen sprake van een wijziging van de persoon of de hoedanigheid van eiser (dit is nog steeds de Vereniging zelf), maar van een aanvulling van de grondslag van de eis(116).

5.1.6.3 Ook dit middelonderdeel slaagt m.i.

## 5.2 Schadebeperking

5.2.1 In ro. 5.18. is het hof ingegaan op de vordering op grond van art. 1401 (oud) BW betreffende de schade als gevolg van koop van of inschrijving op obligaties kort na de respectievelijke emissies. Het heeft overwogen dat de bank, toen haar de werkelijke financiële positie van Co op AG bekend was geworden of bekend had behoren te zijn (oktober 1988), niet zonder meer verplicht was om (in het openbaar) het beleggerspubliek tegen aankoop van de hier bedoelde obligaties te waarschuwen.

Volgens het hof zou van een waarschuwingsplicht wel sprake kunnen zijn indien na dit bekend worden van de financiële positie van Co op AG, beleggers via bemiddeling van de bank tot aankoop waren overgegaan. Dit laatste heeft de Vereniging volgens het hof onvoldoende gesteld.

5.2.2 Onderdeel 3 van het incidentele middel bestrijdt deze overweging. Volgens het onderdeel valt (zonder nadere motivering) niet in te zien dat een schadebeperkingsplicht van de bank, onder meer bestaande uit waarschuwing van het beleggerspubliek tot aankoop van de onderhavige obligaties, te ver gaat en geen steun vindt in het recht.

5.2.3 Sinds enige tijd houdt het Fondsenreglement (art. 21 lid 2) een zekere informatieverplichting in voor de periode na openbaarmaking van het prospectus tot de dag waarop de notering ingaat(117). In die periode moet elk belangrijk nieuw feit dat van invloed kan zijn op de beoordeling van de effecten, door de uitgevende instelling worden vermeld in een document ter aanvulling van het prospectus.

In Duitsland wordt, indien de omstandigheden zich na de uitgifte van een prospectus wijzigen, tot het moment van notering (bij genoteerde effecten) een mededelingsplicht op de voor het prospectus verantwoordelijke personen gelegd(118). Aan deze mededelingsplicht kan voldaan worden door uitgifte van een nieuw prospectus of door bij het aangaan van de desbetreffende overeenkomst de koper van de effecten op de nieuwe informatie te wijzen(119).

Het BGH(120) heeft dit, onder verwijzing naar eerdere rechtspraak, aldus verwoord:

‘Ändern sich diese Umstände(121) nach der Herausgabe des Prospekts, so haben die Verantwortlichen davon durch Prospektberichtigung oder durch entsprechende Hinweise bei Abschluß des Vertrages Mitteilung zu machen.

5.2.4 In overeenstemming hiermee kan men ook te onzent aannemen dat voor de emissiebank tot het begin van de beurshandel een mededelingsplicht van de uitgevende instelling bestaat ten aanzien van elk belangrijk nieuw feit dat van invloed kan zijn op de beslissing van de belegger om al dan niet tot inschrijving of koop over te gaan.

Het prospectus heeft immers betrekking op de uitgifte van effecten. Of op zulk een bank ook daarna een mededelingsplicht rust, zal beoordeeld moeten worden aan de hand van de rechtsverhouding tussen de bank en de inschrijver of koper(122). Dat is een kwestie van uitleg van die verhouding.

Voor het aannemen van een dergelijke verplichting is vereist, zoals ook het hof overweegt, dat beleggers via bemiddeling van de bank tot aankoop zijn overgegaan(123).

Te dien aanzien heeft het hof feitelijk en in cassatie niet bestreden overwogen dat de Vereniging onvoldoende heeft gesteld.

5.2.5 Uit het bovenstaande volgt dat dit onderdeel vruchteloos is voorgesteld.

## 6 Afdoening

Het incidentele middel slaagt, voorzover het opkomt tegen de beslissing van het hof dat de Vereniging slechts ontvankelijk is voorzover haar vorderingen betrekking hebben op de gestelde schade van obligatiehouders die hun vordering reeds ten tijde van de inleidende dagvaarding aan haar hadden gecedeerd.

De Hoge Raad kan in dit overzicht zelf beslissen dat de Vereniging in al haar vorderingen ontvankelijk is (waaraan niet afdoet dat een deel daarvan al is afgewezen).

Het principale middel dient naar mijn inzicht te worden verworpen. Dat brengt mee dat het door het hof bekrachtigde tussenvonnissen van de rechtbank in stand blijft.

Partijen kunnen voortprocederen op de voet van dat vonnis.

## 7 Conclusie

Ik concludeer dat de Hoge Raad

—het principaal beroep zal verwerpen;

—in het incidenteel beroep de beslissing van het hof tot gedeeltelijke niet-ontvankelijkverklaring zal vernietigen en zal verstaan dat de Vereniging in al haar vorderingen ontvankelijk is, met verwerping van het incidenteel beroep voor het overige;

—de ABN AMRO Bank zal veroordelen in de kosten.

---

(1) Zie ook Adv.bl. 1995/13, p. 552 (P.N. Wakkie); red.

(2) Deze spelling sluit aan bij de in het bestreden arrest gebezigde. In sommige processtukken, waaronder de cassatiedagvaarding, wordt ‘Coop’ in één woord geschreven, terwijl in van de betrokken AG zelf afkomstige, zich in het dossier bevindende, stukken de spelling ‘co op AG’ (met kleine c) gebruikt wordt.

(3) Zie het bestreden arrest, in hoofdte.

(4) Zonder accent op het lidwoord en zonder hoofdletter, om de indruk van reclame te vermijden.

(5) Zie prod. VI sub 3 bij de pleitnota in eerste aanleg van de raadsman van verweerster in cassatie.

(6) Arrest hof, ro. 5.12.; m.v.gr. van de bank, § 12, p. 19/20.

(7) Zie: prod. V bij c.v.r. in eerste aanleg, prod. V bij pleitnota in eerste aanleg van de raadsman van de vereniging en prod. I bij c.v.a. in hoger beroep, tevens houdende incidenteel appel.

(8) Een aantal (55) verbonden ondernemingen was wel geconsolideerd.¶(9) Officiële Prijscourant van 11 oktober 1987. De bank heeft medegedeeld dat Co op AG inmiddels is gesaneerd en blijkens de resultaten over 1991 weer een goed renderende onderneming is (m.v.gr., § 12, p. 20).

(10) NJ 1993, 682; TVVS 1993, p. 210, m.nt. W.J. Slagter.

(11) De Wet effectenhandel is te vinden in S & J 143, 1987, p. 371 e.v. Deze wet is sedertdien ingetrokken op grond van art. 38, leden 2 en 3, van de Wet toezicht effectenverkeer (Wte), in werking getreden op 15 juni 1992. De Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb), waarnaar art. 38, lid 3, Wte verwijst, is in werking getreden op 15 oktober 1990. Een voorstel tot het opnieuw vaststellen van de Wte is kort geleden bij de Tweede Kamer ingediend (19 september 1994, kamerst. 23 874)

(12) Van der Heijden/Van der Grinten, Handboek, 1992, p. 135 (nr. 105) omschrijven het begrip prospectus als: ‘een geschrift, waarin, onder uiteenzetting van de resultaten en vooruitzichten van enige onderneming,

het publiek wordt uitgenodigd zich daarbij geldelijk te interesseren door het nemen van aandelen, schuldbrieven of certificaten'. In gelijke zin: Perrick/De Serrière, Effecten (algemeen deel), 1991, p. 103. Kritisch over deze omschrijving: A.G. Maris en S.A. Boele, TVVS 1994, p. 142 (sub 4 slot). (13) Richtlijn van de Raad van 17 maart 1980 (80/390/EEG), Pb EG van 17 april 1980, L 100/1, gewijzigd bij richtlijn van de Raad van 23 april 1990 (90/221/EEG), Pb EG van 3 mei 1990, L 112/24.

(14) S & J 143-II, 1992, p. 176 e.v.

(15) Voorts de Richtlijn van de Raad 79/279/EEG van 5 maart 1979, Pb EG L 66/21, tot coördinatie van de voorwaarden voor de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs. Zie verder de opgave aan het begin van het Fondsenreglement, S & J 143-II, 1992, p. 176. (16) S & J nr. 143, 1987, p. 353 e.v. De wet is ingetrokken bij art. 38, lid 1, Wte.

(17) Stert. 1983, 213, S & J t.a.p., p. 363 e.v.

(18) Perrick/De Serrière, t.a.p. (zie noot 11), p. 103 en Frielink, Beurs- en Effectenbedrijf juli/ augustus 1992, p. 41 (rk.).

(19) S & J 143-II, 1992, p. 239 e.v.

(20) Opgenomen als prod. VIII bij de pleitnota in prima van de raadsman van de vereniging. Zie over deze circulaire: R.E. de Rooy, Bb 1994, p. 5, idem, Bank- en effectenbedrijf, jan./ febr. 1994, p. 25 en Perrick/De Serrière, Effecten (algemeen deel), 1991, p. 114–115.

(21) Opgenomen als bijlage bij de schriftelijke toelichting in cassatie van de raadsman van de vereniging.

(22) Eveneens opgenomen als bijlage bij de in de vorige noot genoemde schriftelijke toelichting (maart 1994), p. 27.

(23) Asser-Rutten 4-III, 1975, p. 208/9. In dezelfde geest: V.d. Heijden-V.d. Grinten, Handboek, 1976, p. 140 (nr. 106, slot). Zie voorts, en over aansprakelijkheid voor emissieprospectussen in het algemeen: A.G. Maris en S.A. Boele in TVVS, 1994, p. 141.

(24) Deze uitdrukking kwam in de genoemde wetsartikelen niet voor. Het begrip prospectus werd in art. 1416a (oud) omschreven

(25) Dorhout Mees (Nederlands Handels- en Faillissementsrecht, 1978, nr. 4.379, p. 204) en Van der Grinten (Handboek, t.a.p., nr. 112, p. 150/1) neigden tot het aannemen van derogatie. Anderen bestreden dit; hiertoe behoorden Hofmann-Drion-Wiersma, Het Nederlandse Verbintenissenrecht, 2e ged., 1959, p. 292 en Slagter, TVVS 1963, p. 267.

(26) Vgl. over de artt. 1416a oud en nieuw ook HR 29 maart 1985, NJ 1985, 591, 592 en 593, alle m.nt. L. Wichers Hoeth, alsmede HR 20 dec. 1985, NJ 1986, 231 (aan de c.o.m. bij dat arrest zijn enkele passages in de voorafgaande paragrafen ontleend). Enige literatuur: Asser-Hartkamp III, 1994, nrs. 244–255, p. 229 e.v.; S.K. Martens in Onrechtmatige Daad, losbl. (oud), VI-62a; A.G. Maris en S.A. Boele, TVVS 1994, p. 141 (27) Kamerst. (II 1975–1976), 13 611, nr. 3, p. 8/9 en m.v.a. II, kamerst., nr. 6, p. 23, voorts minister De Ruyter van Justitie, Handelingen I, 4 juni 1980, p. 861 (rk.). Vgl. hierover verder Maris en Boele, t.a.p., p. 142 (sub 12) en J.R. Schaafsma, Verslag van de gezamenlijke

vergadering van de Vereniging 'Handelsrecht' en de Nederlandse Vereniging voor Europees recht, 1986, p. 10–11. (28) M.v.t., kamerst. t.a.p., nr. 3, p. 4 en m.v.a. II, kamerst. nr. 6, p. 2. Dit geldt ook voor veel andere landen. Aldus: K.J. Hopt, Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen, 1991, p. 62 (sub 123). (29) M.v.a. II, kamerst. p. 23 (2e al.). Aldaar is sprake van 'aandelen', maar er is geen grond dit niet tot andere effecten als obligaties uit te strekken. (30) Vgl. E. Schwark, ZGR 1983, p. 164–167. (31) Zie Baumbach/Hopt, Handelsgesetzbuch, 1989, p. 1418 (onder) en E. Von Heymann, NJW 1990, p. 1147 (sub 2). (32) Vgl. H.-D. Assmann, Haftung gegenüber dem Anleger (I), Prospekthaftung, in: Neue Entwicklungen im Bankhaftungsrecht (red. J. Köndgen), RWS-Forum 1, 1986, p. 56 en Hopt, Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen, 1991, p. 69. (33) BGH 11 nov. 1985, NJW 1986, p. 837, 840 (rk.). (34) Vgl. Schwark, t.a.p., p. 183 e.v. (35) Baumbach/Hopt, t.a.p., p. 601–602. (36) Palandt-Heinrichs, Bürgerliches Gesetzbuch, 1994, § 276, aant. 22 en 23. (37) Baumbach/Hefermehl, Wettbewerbsrecht, 1993, p. 779 e.v.

(38) Pb. EG 1989, L 124/8.

(39) Zie voor de tekst daarvan: Hopt, t.a.p., p. 157 e.v.

(40) BGH 6 okt. 1981, 79 BGHZ (1981), 337, 342. Vgl. ook Assmann, t.a.p., p. 58–61 (met name over banken).

(41) BGH 28 sept. 1992, NJW 1992, 3296.

(42) BGH 5 juli 1993, 123 BGHZ (1994), 106, 109.

(43) BGH 31 mei 1990, 111 BGHZ (1991), 314, 317–318.

(44) Baumbach/Hopt, t.a.p., p. 1419 (boven), Hopt, t.a.p., p. 95–96 en Assmann, t.a.p., p. 62–63 (sub 3). Vgl. ook Schwark, t.a.p., p. 167–170 en p. 175.

(45) BGH 12 juli 1982, NJW 1982, 2823, 2824 (lk. onder).

(46) Daarover: Charlesworth & Morse, Company law, 1991, p. 144 e.v., N. Furey, in: Farrar's Company law, 1991, p. 573 e.v. en T. Prime, International Bonds and Certificates of Deposit, 1990, p. 140 e.v.

(47) Charlesworth & Morse, t.a.p., p. 149 e.v.; Furey, t.a.p., p. 568 e.v. R.P. Fox, in: Due diligence, Disclosures and Warranties, in: The Corporate Acquisitions Practice, 1992; (uitvoerig) Prime, t.a.p., p. 119 e.v.

(48) Escott v. BarChris Construction Corp., 283 F. Supp. 643 (1968).

(49) Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corp., 332 F. Supp 544 (1971). Daarover: Prime, t.a.p., p. 155 e.v. en J.M. Bartos en F.E. Dangeard, United States Securities Law, 1992, p. 13 e.v.

(50) Zie Prime, t.a.p., p. 147.

(51) Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corp., 332 F. Supp 544, 563–564 (1971).

(52) Bartos en Dangeard, t.a.p., p. 13.

(53) Section 11 Securities Act. (54) Escott v. BarChris Construction Corp., 283 F. Supp. 643, 683 (1968).

(55) Kamerst. t.a.p., nr. 3, p. 9. Vgl. ook m.v.a. II, kamerst. nr. 6, p. 20. (56) Kamerst. nr. 12b, p. 3. (57)

- Asser-Hartkamp 4-III (1994), p. 231 (nr. 247); R.W. Holzhauser, *Ontoelaatbare reclame*, 1994, p. 53; D.W.F. Verkade, *Misleidende reclame*, Monografieën NBW B-49, 1992, p. 31 (nr. 30) en p. 31–32 (nr. 31). In dezelfde zin, n.a.v. het in het onderhavige bestreden arrest: W.J. Slagter, *TVVS* 1993, p. 212 (lk.), en (met meer afstand): A.G. Maris en S.A. Boele, *TVVS* 1994, p. 144 (sub b).
- (58) Prod. III bij c.v.r. in prima.
- (59) M.v.gr., p. 24 ad grief III en m.v.a. in het incidenteel appel, nrs. 17–20.
- (60) Zie over het (betrekkelijk geringe) praktische belang van deze bepaling: Asser-Hartkamp 4-III (1994), p. 235 (nr. 251).
- (61) Vgl. De Rooy, t.a.p. (1987), p. 43–45. Zie voor een toetsing van de onderhavige prospectussen aan deze regels: L.R.T. van der Goot, *De Accountant* 1994, p. 487 e.v.
- (62) In gelijke zin: Wakkie, *Advocatenblad* 1993, p. 653 (lk. onder) en Wessels, *De NV*, p. 201 (sub 5, lk.).
- (63) Nota n.a.v. eindversl. 2e Kamer, kamerst. (II 1978–1979) 13 611, nr. 10, p. 3 (n.a.v. opmerkingen van de SGP-fractie).
- (64) Zie: HR 17 september 1993, NJ 1994, 173 (Gerritse/HAS) en HR 24 september 1993, NJ 1994, 174 m.nt. P.A. Stein (Hol c.s./EIM), waarover R.P.J.L. Tjittes, in: C.J.H.B. (Brunner-bundel), 1994, p. 409 e.v.
- (65) Vgl. P.N. Wakkie, t.a.p., p. 652 (rk. onder)–653 (lk. boven). Vgl. m.b.t. de ‘Offering Circular’ op de Europese gemeenschappelijke markt ook Graaf, *Euro-market Finance: Issues of Euromarket Securities and Syndicated Eurocurrency loans*, Serie Bank en Effectenrecht nr. 14, p. 77.
- (66) Daarover: Hopt, *Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen*, 1991, p. 92 (nr. 177).
- (67) R.E. de Rooy, *Bank- en Effectenbedrijf jan./febr. 1994*, p. 28 (lk., 2e al.), id., *Bank- en Effectenbedrijf maart 1989*, p. 11 (rk. onder) en in *Emissies op de Nederlandse markt*, 1987, p. 45 (onder); Maris en Boele, t.a.p., p. 144 (sub 13.b) en W.J. Slagter, *TVVS* 1994, p. 229/230.
- (68) *Emissies op de Nederlandse markt*, 1987, p. 46.’(69) De Rooy, t.a.p. (1987), p. 46, (1989), p. 12 (lk.) en (1994), p. 27; Wessels, *De NV* 1993, p. 200 (sub 3, rk. onder); Holzhauser, *Ontoelaatbare reclame*, 1994, p. 62; Maris en Boele, t.a.p., p. 144 (sub 13.b). Anders: Perrick/De Serrière, *Effecten (algemeen deel)*, 1991, p. 114.
- (70) Daarover: K.J. Hopt, t.a.p., p. 98 (nr. 190).
- (71) Zie over e.e.a.: Hopt, t.a.p., p. 69.
- (72) M.v.t. bij het wetsontwerp inzake oneerlijke reclame dat geleid heeft tot de wet van 1980 tot invoering van de nieuwe artt. 1416a e.v. BW, kamerst. t.a.p., 13 611, nr. 3, p. 12 (onder).
- (73) Minister van Justitie De Ruiter, *Handelingen II*, 20 september 1979, p. 66.
- (74) M.v.t., kamerst. t.a.p., nr. 3, p. 7.’(75) Kamerst. t.a.p., nr. 6, p. 13 (onder)–14 (boven).’(76) P. 24.’(77) *Handelingen II*, 20 september 1979, p. 68.’(78) Zie over de aansprakelijkheid van het medium ook: C.J.J.C. van Nispen, *Onrechtmatige daad* 6.3., losbl. art. 194, aant. 10 en S.K. Martens, *Onrechtmatige Daad*, losbl. (oud) aant. VI-62a, p. 62n–o (sub 4.2.).
- (79) Maris en Boele, t.a.p., p. 143 (sub 8).
- (80) Prod. 3 bij pleitnota in appel van de raadslieden van de vereniging.
- (81) Zie de m.v.a., p. 77.
- (82) M.v.t., kamerst. t.a.p., nr. 3, p. 13 (eerste alinea).’(83) Vgl. voor het Duitse recht: E. Von Heymann, *NJW* 1990, p. 1148 (sub 2) en Assmann, t.a.p., p. 60. Zie over het begrip ‘schuld’ bij de Duitse prospectusaansprakelijkheid: Hopt, t.a.p., p. 87–89.
- (84) Artt. 38b e.v. ontwerp tot wijziging van het W.v.K., bij gewijzigd ontwerp van wet gewijzigd en vernummerd tot de artt. 1416a–d (oud) BW; kamerst. (II 1924–1925) 69, nr. 2, art. II.
- (85) M.v.t., kamerst. (II 1909–1910) 217, nr. 3, p. 23 (rk.). In gelijke zin minister van Justitie Donner, *Handelingen I* d.d. 15 juni 1928, p. 984 (rk. onder).’(86) M.v.a. II, kamerst. (II 1924–1925) 69, nr. 1, p. 31.
- (87) R.E. de Rooy, *Emissies op de Nederlandse markt*, 1987, p. 67 alsmede in *Bank- en Effectenbedrijf*, maart 1989, p. 13 en id. jan./febr. 1994, p. 28.
- (88) W.J. Slagter, *TVVS* 1993, p. 211, *TVVS* 1994, p. 229 en *Compendium van het Ondernemingsrecht*, 1993, p. 182.
- (89) Van der Heijden/Van der Grinten, *Handboek*, 1992, p. 136 (nr. 106) en (terughoudender) Maris/Boele, *TVVS* 1994, p. 144.
- (90) Baumbach/Hopt, t.a.p., p. 1419, Schwark, a.w., p. 173–174 (Duitsland) en Hopt, t.a.p., p. 100–102 (Duitsland, Engeland en de VS).
- (91) Art. 4, lid 1, van richtlijn 80/390/EEG; vgl. hiervóór, § 3.2.1.
- (92) Cursivering toegevoegd; in het citaat heb ik, terwille van de leesbaarheid, een komma verplaatst.
- (93) Kamerst. t.a.p., nr. 3, p. 9.’(94) Vgl. m.v.t., *Parl. Gesch. NBW, Inv. Boek* 6, p. 1400.
- (95) Vervallen bij de wet van 6 april 1994, Stb. 260 (in werking getreden op 1 juli 1994).
- (96) Art. 1416c, lid 2, aanhef en onder a oud BW zag niet uitsluitend op ‘een algemeen consument-dienstige organisatie’. Aldus: HR 14 juni 1991, NJ 1992, 393, m.nt. D.W.F. Verkade (Van Benten en NIVAK/NGA, ro. 3.4.).
- (97) M.v.t., kamerst. (II 1975–1976) 13 611, nr. 3, p. 15.
- (98) Daarover: S.K. Martens, *Onrechtmatige daad*, losbl. (oud), VI-62a, sub 5.1 (p. 62p–q).
- (99) M.v.t., kamerst. (II 1991–1992) 22 486, nr. 3, p. 3. Vgl. ook *Onrechtmatige daad* (Van Nispen), art. 196, aant. 6.
- (100) M.v.t., kamerstukken t.a.p., nr. 3, p. 8.
- (101) MvA I, bij het wetsontwerp inzake misleidende reclame, kamerst. t.a.p., nr. 12b, p. 2 (onder).
- (102) HR 2 sept. 1994, RvdW 1994, 165 C (Consumentenbond/Nuts-Aegon) (NJ 1995, 369; red.).
- (103) Vgl. c.o.m., nr. 3 bij HR 2 april 1993, NJ 1993, 573 m.nt. D.W.F. Verkade (NVPI/Snelleman). Zie voorts N. Frenk, *Kollektieve Akties in het privaatrecht*, diss. RUU, 1994, p. 81 e.v.
- (104) In m.v.t., kamerst. (II 1991–1992) 22 486, nr. 3,

- p. 3–7 wordt deze omstandigheid tot de absolute vereisten gerekend.
- (105) Dit kan reeds uit de enkele oprichting en de daarvoor vereiste activiteiten blijken. Aldus: m.v.t., kamerst. t.a.p., nr. 3, p. 20 (onder) en m.v.a. II, nr. 5, p. 5–6 (sub a.2).
- (106) HR 18 december 1992, NJ 1994, 139 m.nt. M. Scheltema en C.J.H. Brunner.
- (107) M.v.t., kamerstukken t.a.p., nr. 3, p. 23, m.v.a. I, kamerst. nr. 103b, p. 1–2 (sub 3) en p. 3 (sub 6). Het amendement Korthals, kamerst. nr. 12 waar de collectieve actie subsidiair was gemaakt aan de individuele actie is niet aanvaard (Handelingen II, 2 november 1993, p. 19–1351).
- (108) Staatssecretaris Kosto, Handelingen I, 29 maart 1994, p. 26–1387 (rk.).
- (109) Zie m.v.a. II, kamerstukken II 1992–1993, 22 486, nr. 5, p. 18 (sub 4); Handelingen II, 28 oktober 1993, p. 18–1293, rk. en Handelingen I, 28 oktober 1993, p. 18–1302, lk. boven (beide: staatssecretaris Kosto).
- (110) HR 22 januari 1993, RvdW 1993, 39 (NJ 1994, 734; red.).
- (111) Vgl. m.v.t. bij het wetsvoorstel collectieve acties, kamerst. t.a.p., nr. 3, p. 30.
- (112) Vgl. HR 2 april 1993, NJ 1993, 573 m.nt. D.W.F. Verkade (NVPI/Snelleman), ro. 4.2.
- (113) In gelijke zin W.J. Slagter, TVVS 1993, p. 211.
- (114) Zie c.o.m. (§ 4.2.2.3.) bij HR 2 april 1993, NJ 1993, 573 m.nt. D.W.F. Verkade (NVPI/Snelleman) en de aldaar genoemde rechtspraak en kamerstukken en Burgerlijke rechtsvordering, losbl. (E.M. Wesseling-van Gent), art. 134, aant. 2 (p. I-283 onder).
- (115) Zie o.a. Hugenholtz-Heemskerk, Hoofdlijnen, 1994, nr. 71, p. 81; Burgerlijke rechtsvordering, t.a.p.
- (116) Tot een ander resultaat komt Slagter, TVVS 1993, p. 211 mk.
- (117) Deze bepaling is ontleend aan art. 23 van richtlijn 80/390/EEG.
- (118) Vgl. K.J. Hopt, Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen, 1991, p. 106 e.v.
- (119) Zie: Hopt, t.a.p., p. 109–110.
- (120) 5 juli 1993, 123 BGHZ (1994), 106, 110.
- (121) De omstandigheden die voor de beslissing van de bedoelde beleggers relevant zijn.’(122) Vgl. het eerder genoemde art. 34 van het Fondsenreglement. Zie voor het Duitse recht: Hopt, t.a.p., p. 110 (nr. 213) en p. 142 (sub 26).
- (123) Anders t.a.v. een dergelijke waarschuwingsplicht Slagter, TVVS 1993, p. 212 (sub 6) en Wessels, De NV 1993, p. 203 (sub 8 slot).