

Hof Amsterdam, 3 mei 2007, Worldonline

Bekrachtigd: [IEPT20091127, HR, Worldonline](#)



RECLAMERECHT

Misleiding bij IPO World Online

- [Door de onduidelijkheid die \[A\] heeft gecreëerd omtrent haar aandelenbezit in World Online ten tijde van de beursgang waartegen ABN AMRO en Goldman Sachs als begeleiders van die beursgang onvoldoende zijn opgetreden hebben World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs een meer optimistisch beeld gecreëerd van de waarde en de toekomstverwachtingen van de onderneming van World Online dan gerechtvaardigd was](#)

Door de onduidelijkheid die [A] heeft gecreëerd omtrent haar aandelenbezit in World Online ten tijde van de beursgang, hetgeen aan World Online is toe te rekenen en waartegen ABN AMRO en Goldman Sachs als begeleiders van die beursgang onvoldoende zijn opgetreden, door onvolledige informatie over de loopbaan van [A] in het prospectus op te nemen, door Telitel als dochtervennootschap in het definitief prospectus te vermelden terwijl deze niet tot het World Online-concern mocht worden gerekend, en doordat World Online een aantal suggestieve persberichten heeft uitgegeven waartegen ABN AMRO en Goldman Sachs evenmin zijn opgetreden, hebben World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs een meer optimistisch beeld gecreëerd van de waarde en de toekomstverwachtingen van de onderneming van World Online dan gerechtvaardigd was. De beleggers die daarop zijn afgegaan zijn derhalve in zoverre misleid en World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs hebben dan ook in zoverre onrechtmatig gehandeld jegens de beleggers. Het vonnis waarvan beroep kan dus niet in stand blijven voor zover dit is geweest tussen VEB enerzijds en World Online – de in het vonnis tegen World Online gegeven verklaring voor recht is te beperkt, ABN AMRO en Goldman Sachs anderzijds.

Vindplaatsen: LJN: [BA4343](#)

Hof Amsterdam, 3 mei 1007

(J.M.J. Chorus, J.H. Huijzer en W.J.J. Los)

(...)

in de zaak met het rolnummer 1055/04 van:

de naamloze vennootschap WORLD ON LINE INTERNATIONAL N.V.,
gevestigd te Rotterdam,
APPELLANTE IN PRINCIPAAL BEROEP,
GEÏNTIMEERDE IN INCIDENTEEL BEROEP,
EISERES IN HET INCIDENT,
procureur: mr. B.J.H. Crans,
te g e n

1. de vereniging met volledige rechtsbevoegdheid VERENIGING VAN EFFECTENBEZITTERS,
2. de stichting STICHTING VEB-ACTIE-WOL, beiden gevestigd te 's-Gravenhage,
GEÏNTIMEERDEN IN PRINCIPAAL BEROEP,
APPELLANTEN IN INCIDENTEEL BEROEP,
VERWEERSTERS IN HET INCIDENT,

procureur: mr. A. van Hees;

en in de zaak met het rolnummer 1066/04 van:

1. de vereniging met volledige rechtsbevoegdheid VERENIGING VAN EFFECTENBEZITTERS,
2. de stichting STICHTING VEB-ACTIE-WOL, beiden gevestigd te 's-Gravenhage,
APPELLANTEN,

procureur: mr. A. van Hees,

te g e n

1. de naamloze vennootschap ABN AMRO BANK N.V.,

te dezen handelend onder de naam ABN AMRO ROTHSCHILD,

gevestigd te Amsterdam,

GEÏNTIMEERDE,

procureur: mr. M.A. Blom,

e n

2. de rechtspersoon naar buitenlands recht

GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL,

gevestigd te Londen, Verenigd Koninkrijk,

GEÏNTIMEERDE,

procureur: mr. F.B. Falkena.

1. Het geding in hoger beroep

De partijen worden hierna World Online, VEB, de Stichting, ABN AMRO en Goldman Sachs genoemd.

In de zaak met het rolnummer 1055/04:

1.1 Op 30 december 2004 heeft de eerste kamer van dit hof een tussenarrest uitgesproken waarbij deze zaak is gevoegd met de zaak met het rolnummer 1066/04. Voor het verloop van het geding tot die dag verwijst het hof naar dat arrest.

1.2 World Online heeft bij memorie zestien grieven (aangeduid met de letters A tot en met P) geformuleerd en toegelicht, daarbij bescheiden in het geding gebracht en bewijs aangeboden, met conclusie, kort gezegd, dat het hof het vonnis waarvan beroep zal vernietigen en, alsnog, de vorderingen van VEB en de Stichting zal afwijzen, met uitvoerbaar bij voorraad kosten.

1.3 VEB en de Stichting hebben geantwoord en daarbij van hun kant incidenteel beroep ingesteld en dertien grieven geformuleerd, bescheiden in het geding gebracht en bewijs aangeboden, met conclusie, kort gezegd, dat het hof het principaal beroep zal verwerpen, en in het incidenteel beroep het vonnis zal vernietigen voor zover de vorderingen van VEB en de Stichting zijn afgewezen, alsnog –uitvoerbaar bij voor-

raad zal beslissen als in die memorie omschreven, en het vonnis voor het overige zal bekrachtigen, met kosten.

1.4 Vervolgens heeft World Online geantwoord met conclusie dat het hof het incidenteel beroep zal verwerpen, met uitvoerbaar bij voorraad- kosten.

In de zaak met het rolnummer 1066/04:

1.5 Op 17 november 2005 heeft de eerste enkelvoudige kamer van dit hof in deze zaak een rolbeschikking gegeven waarbij het bezwaar van ABN AMRO en Goldman Sachs tegen de vermeerdering van eis van VEB en de Stichting ongegrond is verklaard. Voor het verloop van het geding tot die dag verwijst het hof naar die beschikking.

1.6 ABN AMRO heeft geantwoord, bescheiden in het geding gebracht en bewijs aangeboden, met conclusie, kort gezegd, dat het hof het vonnis zal bekrachtigen, met –uitvoerbaar bij voorraad- kosten.

1.7 Voorts heeft Goldman Sachs geantwoord en bewijs aangeboden, met conclusie, kort gezegd, dat het hof het vonnis zal vernietigen voor zover tegen de Stichting gewezen en de Stichting alsnog niet-ontvankelijk zal verklaren in haar vordering jegens Goldman Sachs, en het vonnis voor het overige zal bekrachtigen, met –uitvoerbaar bij voorraad- kosten.

1.8 Vervolgens hebben VEB en de Stichting zich bij akte uitgelaten over de door ABN AMRO in het geding gebrachte bescheiden.

In beide zaken:

1.9 De partijen hebben de zaken op 13 november 2006 doen bepleiten, ABN AMRO door mr. G.H. Potjewijd, advocaat te Amsterdam, VEB en de Stichting door mrs. J.H. Lemstra en P.J. van Rijn, beiden advocaat te 's-Gravenhage, ABN AMRO door haar procureur, en Goldman Sachs door mr. P.J. von Schmidt auf Altenstadt, advocaat te 's Gravenhage, allen aan de hand van pleitnotities. Bij die gelegenheid zijn door VEB en de Stichting, respectievelijk door ABN AMRO, bij akte verdere bescheiden en één verder bescheid in het geding gebracht.

1.10 Ten slotte is in de beide gevoegde zaken arrest gevraagd. De inhoud van de stukken van beide instanties wordt als hier ingevoegd beschouwd.

2. Beoordeling

2.1 De rechtbank heeft in het bestreden vonnis onder 6, a tot en met l, een aantal feiten als in deze zaak vaststaand aangemerkt.

Volgens grief G van World Online moeten de door de rechtbank vastgestelde feiten worden aangevuld met de door haar bij memorie van antwoord en verdere processtukken uiteengezette feiten. Volgens dezelfde grief acht World Online de vaststellingen onder 6i en 6l van het vonnis onjuist.

World Online miskent dat ingevolge art. 230 lid 1 sub e Rv een rechter niet meer feiten in zijn vonnis hoeft te vermelden dan waarop zijn beslissing berust. In zoverre treft deze grief dus geen doel. Voor zover van belang zal het hof de feiten die World Online in haar toelichting bij deze grief heeft genoemd hierna alsnog in zijn beoordeling betrekken.

World Online betwist dat –zoals de rechtbank in rov 6i heeft aangenomen- de in die overweging bedoelde beantwoording op de avond van 1 maart 2000 in een NOS-journaal is uitgezonden. Volgens VEB is die beantwoording wél in een NOS-journaal of een ander televisieprogramma op of rond 1 maart 2000 uitgezonden. Nu niet alleen World Online maar ook ABN AMRO en Goldman Sachs dit betwisten en uit geen in het geding gebracht stuk blijkt dat de beantwoording in de door VEB bedoelde televisieprogramma's inderdaad is uitgezonden, is dit vooralsnog geen vaststaand feit in de zin van art. 149 Rv, zodat de grief in zoverre slaagt. De klacht van World Online met betrekking tot de vaststelling in rov 6l van het vonnis, berust op een verkeerde lezing daarvan. De rechtbank heeft immers niet vastgesteld dat het persbericht van 3 april 2000 is uitgegeven naar aanleiding van de Kalexer-transacties, maar dat op die dag omtrent die transacties een verklaring is gegeven. Dat dit het geval was blijkt uit de als productie 18 en 19 door VEB overgelegde verklaringen van de raad van commissarissen van World Online en van [A]. Deze klacht treft dus geen doel.

Voor het overige bestaat geen geschil over de door de rechtbank vastgestelde feiten, zodat deze het hof in zoverre tot uitgangspunt dienen.

2.2 Samengevat gaat het in deze zaken om de volgende vaststaande feiten, gelet op hetgeen de rechtbank onbetreden heeft vastgesteld, op het verder over en weer gestelde en op de inhoud van de geproduceerde bescheiden voor zover niet weersproken.

2.2.1 De besloten vennootschap World Online B.V. (hierna: WOL) is een internet service provider die in 1994 is opgericht. [A] was een van de grondleggers van WOL en voorzitter van de raad van bestuur. [A] had via Kalexer II N.V. (hierna: Kalexer), een persoonlijke holding van haar, een aandelenbelang van 6,35 % en via Benguiat Corporation N.V. een aandelenbelang van 3,13 % in WOL. In augustus 1999 heeft [A] de aandelen die zij hield via Kalexer (hierna: de Kalexer-aandelen) aan haar mede-aandeelhouders te koop aangeboden. Zij heeft (geconverteerd) 14.898.500 aandelen World Online verkocht aan respectievelijk Mallowdale Corporation N.V., Reggeborgh Participaties B.V. en BayStar Capital L.P. (hierna: Mallowdale, Reggeborgh en BayStar) tegen een prijs van USD 6,04 per aandeel World Online en op 27 december 1999 overgedragen, waarvan Reggeborgh er 2.436.465 verwierf, Mallowdale ook 2.436.465 en BayStar 10.025.570. [A] is (of was) een passive investor in BayStar.

2.2.2 Op 22 februari 2000 heeft World Online in een persbericht haar voorgenomen beursgang bekend gemaakt. Op woensdag 1 maart 2000 heeft World Online een persconferentie gegeven in Amsterdam om de beursgang toe te lichten. Van 2 tot en met 16 maart 2000 heeft World Online een roadshow gehouden in Europa en Noord-Amerika om potentiële beleggers te interesseren in aandelen World Online. Na het bekendmaken van haar voorgenomen beursgang heeft World Online in de periode van 28 februari tot 22 maart 2000 een tiental persberichten uitgegeven onder

meer over samenwerking met bedrijven als Yack.com, Getronics, Endemol, Novartis, Microsoft, Telitel, last-minute.com, Ericsson en Cisco.

2.2.3 ABN AMRO en Goldman Sachs waren joint global coordinator, joint lead manager en joint bookrunner voor de introductie op de Amsterdamse effectenbeurs van aandelen World Online. Ten behoeve van die introductie is op 3 maart 2000 een voorlopig prospectus gepubliceerd en op 16 maart 2000 een definitief prospectus (voor zover gelijklopend hierna tezamen: het prospectus, waarbij de pagina-aanduiding, tenzij anders vermeld, verwijst naar beide prospectussen) voor de uitgifte van 67.562.819 gewone aandelen World Online met een nominale waarde van € 0,40 per aandeel. In het prospectus is op bladzijde 4 vermeld dat WOL per 1 maart 2000 een dochteronderneming wordt van World Online en dat aandeelhouders van WOL voor ieder aandeel in die vennootschap 415 aandelen World Online ontvangen. Voorts staat op bladzijde 3 onder meer:

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

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

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

2.2.4 Bij de introductie van aandelen World Online is gebruik gemaakt van de bookbuilding-methode. Particulieren konden in de periode 3 tot en met 13 maart 2000 bij een tevoren bepaalde bandbreedte van € 35,- tot € 45,- bestens intekenen. De voor hen beschikbare aandelen zijn met ongeveer een factor 24 overtekend. Op 17 maart 2000 heeft de introductie ter beurze plaatsgevonden door de uitgifte van 46.906.454 nieuwe aandelen World Online en door de verkoop van 20.656.365 bestaande aandelen door drie aandeelhouders te weten Mallowdale, Melkpad en NS Telecom. Aan particulieren zijn 13.512.564 aandelen toegewezen tegen een prijs van € 43,- per aandeel. De openingskoers van het aandeel World Online was € 50,20. Daarna is de koers van dat aandeel vrijwel steeds gedaald. In de laatste week dat World Online een beursnotering had –in december 2000- was de koers van het aandeel onder € 10,- gedaald.

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

2.2.6 VEB is een vereniging die tot doel heeft de belangen van effectenbezitters te behartigen.

2.2.7 De Stichting heeft blijkens art. 2 van haar statuten tot doel het ter verdeling onder gedupeerde beleggers in aandelen World Online verkrijgen van financiële compensatie voor het nadeel dat dezen op deze belegging hebben geleden. Deelneming aan de Stichting geschiedt door ondertekening van een overeenkomst (hierna: de deelnemingsovereenkomst) waarin de deelnemer verklaart dat hij (i) aandelen World Online uit de introductie heeft verkregen of tot en met 3 april 2000 via de beurs heeft gekocht, (ii) lid is of wordt van VEB, en (iii) zijn vordering ter incasso overdraagt aan de Stichting (degenen die een deelnemingsovereenkomst hebben ondertekend worden hierna gezamenlijk aangeduid als: de deelnemers). Bij brieven van 13 maart 2001 gericht aan onder meer World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs heeft de Stichting ieder van hen meegedeeld dat de deelnemers hun vorderingen op hen tot vergoeding van schade aan haar hebben overgedragen. Bij deze brieven is als bijlage een lijst gevoegd waarop de achternamen en de woonplaatsen van natuurlijke personen en de namen en de vestigingsplaatsen van rechtspersonen zijn vermeld (hierna: de lijst) alsmede hoeveel aandelen World Online ieder van hen "uit introductie en/of aankoop" heeft verkregen. In totaal gaat het om meer dan 10.000 deelnemers en om 3.558.372 aandelen World Online.

2.3 De rechtbank heeft bij het vonnis waarvan beroep kort en zakelijk weergegeven:

- voor recht verklaard dat World Online door uitlatingen die [A] op 1 maart 2000 heeft gedaan en door het niet-corrigeren van die uitlatingen en nadien in de media verschenen berichten omtrent het (ongewijzigde) belang van [A], onrechtmatig heeft gehandeld jegens beleggers in aandelen World Online die op de beursintroductie hebben ingeschreven of na de beursintroductie, uiterlijk op 3 april 2000, aandelen World Online hebben gekocht;

- World Online veroordeeld aan de Stichting alle schade te vergoeden die de deelnemers door voormelde onrechtmatige daad hebben geleden, op te maken bij staat;

- de overige vorderingen van VEB en de Stichting afgewezen.

Tegen die beslissingen en de gronden waarop zij berusten zijn de zestien principale grieven (aangeduid met de letters A tot en met P) van World Online in de zaak met het rolnummer 1055/04 gericht, alsmede de dertien incidentele grieven van VEB en de Stichting in de zaak met het rolnummer 1055/04 en hun vijftien grieven in de zaak met het rolnummer 1066/04. De grieven 1 tot en met 12 van VEB en de Stichting in deze zaken stemmen sterk overeen en zullen daarom gezamenlijk worden behandeld.

2.4 De vorderingen van de Stichting zijn erop gericht, zeer kort samengevat, dat World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs worden veroordeeld, hoofdelijk, haar alle schade van de deelnemers te vergoeden die het gevolg is van de daaraan ten grondslag gelegde onrechtmatige daden, welke schade moet worden opgemaakt bij staat. De Stichting stelt dat zij haar vorderingen instelt op eigen naam omdat de deelnemers

hun vorderingen ter incasso aan haar hebben overgedragen waardoor de vorderingen volledig tot haar vermogen zijn gaan behoren.

In eerste aanleg hebben World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs de geldigheid van deze cessies bestreden. De rechtbank heeft daaromtrent overwogen dat de Stichting een voldoende toelichting heeft gegeven (laatste zin van rov 3), en dat voor zover gedaagden hun betwistingen van de geldigheid van de cessies handhaven deze in de schadestaatprocedure zullen worden behandeld (laatste zin van rov 23).

De grieven B, C en D lenen zich voor gezamenlijke bespreking omdat zij alle strekken ten betoge dat vorenbedoelde cessies niet geldig zijn. Voorts brengt de devolutieve werking van het appel mee dat ook hetgeen ABN AMRO en Goldman Sachs dienaangaande hebben opgemerkt thans weer aan de orde komt.

2.4.1 Ingevolge art. 3:94 lid 1 BW wordt een vordering op naam geleverd door een daartoe bestemde akte en mededeling daarvan aan de schuldenaar door de vervreemder of de verkrijger. De schuldenaar kan verlangen dat hem door de vervreemder een gewaarmerkt uittreksel van de akte en haar titel ter hand wordt gesteld, zo volgt uit art. 3:94 lid 3 BW zoals dat gold tot 1 oktober 2004.

2.4.2 Volgens World Online heeft een cessie ter incasso geen eigendomsovergang tot gevolg, omdat in dat geval geen geldige titel aanwezig is. Subsidiair voert zij aan dat geen correcte mededeling is gedaan van de cessie omdat de lijst slechts de achternaam, woonplaats en aantal aandelen van ieder van de deelnemers bevat. Zij is daardoor onvoldoende in staat gesteld na te gaan wie de cedent is, welke vordering deze overdraagt, of en zo ja, welke verweermiddelen zij tegen een vordering heeft, en aan wie zij nog bevrijdend kan betalen. Verder heeft de Stichting niet voldaan aan het verzoek om gewaarmerkte uittreksels van de akten van cessie aan World Online ter hand te stellen. Tot zover World Online.

2.4.3 De Stichting stelt hier het volgende tegenover. In dit geval is geen lastgeving ter incasso beoogd maar een echte cessie, waardoor de vorderingen van de deelnemers tot haar vermogen zijn gaan behoren. Deze cessie is gerealiseerd door de (hiervoor onder 2.2.6 aangehaalde) deelnemingsovereenkomsten, die hebben te gelden als de in art. 3:94 lid 1 BW genoemde akte, en de brieven van 13 maart 2001 waarbij de vereiste mededeling daarvan is gedaan.

De Stichting heeft geen afschriften van alle cessieakten verstrekt omdat het om meer dan 10.000 akten gaat hetgeen een enorme administratieve belasting voor haar zou vormen, terwijl World Online daarbij geen daadwerkelijk belang heeft, omdat de schadevergoeding voor de individuele beleggers eerst in de schadestaatprocedure aan de orde zal komen. De Stichting heeft overigens meermalen aangeboden aan de verlangens van World Online tegemoet te komen door een steekproef waaruit blijkt dat bij ieder nummer en naam op de lijst ook een corresponderende deelnemingsovereenkomst hoort, zoals op verzoek van de Stichting op 17 mei 2001 is verricht door mr. F.J. Oranje, notaris te 's

Gravenhage, en door onbeperkt inzage in de cessieakten te verlenen te haren kantore. Op dat aanbod is World Online niet ingegaan.

De Stichting heeft bovendien afgezien van het verstrekken van uittreksels uit de cessieakten, omdat World Online heeft aangekondigd een hoofdelijke tegenvordering van ongeveer € 1.680.000,- te zullen instellen tegen de deelnemers. Hoewel deze tegenvordering volgens de Stichting iedere juridische grondslag mist, acht zij het aannemelijk dat deze bedreiging door World Online voor veel beleggers een reden zou kunnen zijn om af te zien van deelneming aan de procedure.

2.4.4 Uit art. 3 lid 2 van de model deelnemingsovereenkomst, welke de Stichting als productie 53 in deze procedure heeft overgelegd, blijkt genoegzaam dat een deelnemer zijn vordering tot vergoeding van schade als omschreven in art. 2 van de statuten van de Stichting, aan haar overdraagt zodanig dat deze tot het vermogen van de Stichting gaat behoren. Bovendien verkrijgt een deelnemer bij een gunstig resultaat niet het bedrag dat de Stichting voor hem heeft geïnd maar deelt hij mee in het geheel aan schadevergoedingen dat de Stichting heeft verworven. Een en ander leidt tot de conclusie dat er een genoegzame titel voor eigendomsoverdracht is, zodat het verweer van World Online in zoverre geen doel treft. Vereist is wel dat aan de formaliteiten als bedoeld in art. 3:94 BW is voldaan.

In alle gevallen dat een deelnemer daadwerkelijk de onderhandse akte waarin de deelnemingsovereenkomst is verrat heeft ondertekend is in zoverre sprake van een geldige cessie. Deze is echter, naar het destijds geldende recht, eerst voltooid nadat mededeling van de inhoud van de akte aan de schuldenaar heeft plaatsgevonden. Tot de inhoud van de akte moeten niet alleen worden gerekend gegevens waaruit kan blijken om welke vordering het gaat en de naam van de cessionaris, maar ook de naam van de cedent. Uit de lijst die de Stichting bij haar brief van 13 maart 2001 aan World Online heeft toegezonden blijkt daarvan onvoldoende omdat de voornamen van de cedenten daarop ontbreken, waardoor deze personen, wellicht op enkele uitzonderingen na, niet te individualiseren zijn. Uit hetgeen de Stichting heeft aangevoerd blijkt dat zij deze gegevens bewust heeft weggelaten om te verhinderen dat World Online de deelnemers zou kunnen identificeren en een tegenvordering tegen hen zou kunnen instellen. Het proces-verbaal van bevindingen van notaris Oranje –inhoudende, kort gezegd, dat registratienummer, achternaam en woonplaats van willekeurig gekozen personen van eerderbedoelde lijst overeenkomen met het registratienummer, de achternaam en woonplaats die zijn vermeld op een deelnemingsovereenkomst (akte van cessie)- voorziet evenmin in een opgave van de belegger om wie het gaat. De mededeling van de Stichting aan World Online voldoet derhalve niet aan de daaraan te stellen eisen, zodat, nu levering van een vordering op naam eerst was voltooid na deugdelijke kennisgeving daarvan aan de schuldenaar, de Stichting geen rechthebbende op de vorderingen van de deelnemers is geworden. Haar vor-

deringen ontberen derhalve in zoverre een deugdelijke grondslag. Er is geen aanleiding om in deze zaak ambtshalve de Stichting in de gelegenheid te stellen de cessies alsnog te voltooien.

De grieven B, C en D slagen op grond van het hiervoor overwogene, zodat zij voor het overige geen bespreking behoeven.

2.5 Voor het geval de cessies ter incasso niet hebben geleid tot een overdracht van de vorderingen van de deelnemers, wenst de Stichting te worden geacht in deze procedure op eigen naam op te treden krachtens lastgeving ter incasso. Dat geval doet zich voor zoals het hof hiervoor heeft overwogen, zodat de subsidiaire grondslag van de Stichting aan de orde moet komen.

2.5.1 Met grief E voert World Online onder meer aan dat uit de artt. 3:71 en 3:78 BW voortvloeit dat de Stichting in dat geval moet stellen en bewijzen dat zij bevoegd is op eigen naam namens de deelnemers op te treden. Zij heeft, aldus World Online, de Stichting bij exploit van 21 november 2000 daartoe gesommeerd, aan welke sommatie de Stichting geen gevolg gegeven heeft.

2.5.2 De Stichting betwist niet dat World Online op enig moment er aanspraak op kan maken dat haar een bewijs van de gestelde inningsbevoegdheid wordt verstrekt. Volgens de Stichting heeft World Online daar thans geen belang bij, omdat volstrekt onaannemelijk is dat alle (meer dan) 10.000 lastgevingen ongeldig zijn. De ratio van de bepaling waarop World Online zich beroept, is volgens de Stichting dat het ongewenst is dat de schuldenaar wordt veroordeeld tot betaling aan een onbekende schuldeiser. Dat komt volgens haar pas in de schadestaatprocedure aan de orde.

2.5.3 Nu World Online bewijs heeft verlangd en zich geen van de uitzonderingen als bedoeld in art 3:71 lid 2 BW voordeet, dient de Stichting, zoals zij ook erkent, bewijs bij te brengen van de haar gegeven lasten. Onjuist is dat zij dat bewijs eerst in de schadestaatprocedure behoeft te leveren. World Online kan er aanspraak op maken dat de Stichting dadelijk bewijst namens welke schuldeisers van World Online zij optreedt, opdat World Online verweren welke zij tegen ieder van hen mocht hebben dadelijk kan voeren. Nu de lastgeving niet wordt bewezen door de deelnemingsovereenkomst, daarin komt de lastgeving ter incasso immers niet ter sprake, uit de overige stukken die in het geding zijn geen bewijs ten gunste van de Stichting blijkt en de Stichting geen specifiek bewijs van de door haar gestelde lastgeving heeft aangeboden, is deze derhalve onbewezen. Het staat World Online daarom vrij, gelijk uit haar stellingen volgt, de verklaring van de Stichting dat zij op grond van een last van de deelnemers op eigen naam procedeedt, als ongeldig van de hand te wijzen, zodat deze verklaring tegen World Online nimmer enig effect heeft gesorteerd.

Ook grief E treft dus doel.

2.6 Uit hetgeen onder 2.4 en 2.5 is overwogen volgt dat aan de Stichting noch op grond van de door haar gestelde cessie ter incasso noch op grond van de door haar gestelde lastgeving ter incasso enige vordering jegens World Online toekomt. Het vonnis dient in

zoverre te worden vernietigd en de vorderingen van de Stichting zoals in eerste aanleg ingesteld tegen World Online en in hoger beroep gewijzigd, dienen alsnog te worden afgewezen.

Zowel ABN AMRO als Goldman Sachs hebben in eerste aanleg verweren gevoerd vergelijkbaar met die van World Online welke hiervoor gegrond zijn bevonden. Die verweren hebben zij in hoger beroep niet prijs gegeven maar, in tegendeel, in hoger beroep nog eens toegelicht. De vorderingen als door de Stichting in eerste aanleg tegen hen ingesteld zijn echter afgewezen, zij het op andere dan de hiervoor bedoelde gronden. Het vonnis voor zover gewezen tussen de Stichting enerzijds en ABN AMRO en Goldman Sachs anderzijds, dient reeds daarom, nu niet blijkt van een grond voor vernietiging, te worden bekrachtigd. De Stichting zal niet-ontvankelijk worden verklaard in haar vordering tegen ABN AMRO en Goldman Sachs zoals zij deze in hoger beroep heeft gewijzigd.

2.7 Al hetgeen het hof hierna overweegt heeft derhalve nog slechts betrekking op de zaken tussen enerzijds VEB en anderzijds World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs. De overige grieven zullen daarom alleen worden besproken voor zover van belang voor de door VEB geformuleerde vorderingen. Deze vorderingen zijn erop gericht dat voor recht wordt verklaard dat World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs onrechtmatig hebben gehandeld tegenover de beleggers in aandelen World Online die op de beursintroductie hebben ingeschreven dan wel na de beursintroductie, uiterlijk op 3 april 2000, aandelen World Online hebben gekocht.

2.8 Grief A houdt naar de kern genomen in dat VEB de bevoegdheid ontbeert om op grond van art. 3:305a BW een vordering in te stellen. ABN AMRO en Goldman Sachs hebben hun dienovereenkomstige verweer uit de eerste aanleg in hoger beroep gehandhaafd en uitgebreid.

2.8.1 In confesso is dat een drietal organisaties zich de belangen van beleggers in aandelen World Online heeft aangetrokken en op grond van art. 3:305a BW een vordering tegen World Online, ABN AMRO en/of Goldman Sachs heeft ingesteld. Dat betreft naast VEB de stichting Lipstick Effect (hierna: SLE) en de stichting Van der Goen World Onlineclaims (hierna: VdGW).

Het hof heeft SLE bij arrest van 7 oktober 2004 (LJN: AR3465) niet-ontvankelijk verklaard in haar vorderingen tegen ABN AMRO. World Online en Goldman Sachs waren in die zaak geen partij. Van dat arrest, zo is in de onderhavige procedure gebleken, is geen beroep in cassatie ingesteld. VdGW heeft haar vordering –tegen wie van de huidige partijen is niet duidelijk geworden– wel bij de rechtbank aangebracht, maar deze is op de “slaaprol” geplaatst. Uit een en ander leidt het hof af dat VEB thans nog de enige is die daadwerkelijk de collectieve belangen van teleurgestelde beleggers in aandelen World Online behartigt.

2.8.2 Allereerst verdient opmerking dat VEB een volledig rechtsbevoegde vereniging is die blijkens haar statuten tot doel heeft de belangen van beleggers te be-

hartigen. Derhalve voldoet zij –gelet op de door haar ingestelde rechtsvordering- in zoverre aan het door art. 3:305a BW gestelde vereiste.

World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs bestrijden dat deze zaak zich leent voor een collectieve actie, omdat de personen voor wie VEB opkomt onvoldoende gelijksoortige belangen hebben. Het hof kan hen daarin niet volgen. VEB komt in deze zaak op voor de belangen van beleggers die in de periode van 17 maart 2000 tot en met 3 april 2000 aandelen World Online hebben verworven (hierna: de beleggers) en –zo is zeer kort samengevat de stelling van VEB- voor of bij de aankoop daarvan door World Online, ABN AMRO en/of Goldman Sachs zijn misleid waardoor de beleggers schade hebben geleden. Dat is een voldoende gelijksoortig belang om VEB in een collectieve actie op de voet van art. 3:305a BW te kunnen ontvangen. Dat er tussen de beleggers onderling aanmerkelijke verschillen zijn in onder meer professionaliteit, mate van geïnformeerdheid, zorgvuldigheid bij het nemen van de beleggingsbeslissing en omvang van het geleden koersverlies, alsmede dat sommigen van hen geen natuurlijk persoon maar een rechtspersoon zijn kan daaraan niet afdoen. Dat zijn immers omstandigheden waarmee bij de bepaling van een eventueel toe te kennen schadevergoeding in een door ieder van de beleggers aan te spannen vervolgpcedure rekening kan worden gehouden.

Grief A en de daarmee overeenstemmende weren van ABN AMRO en Goldman Sachs treffen derhalve geen doel.

2.9 Het hof zal aan de hand van de grieven van VEB de verwijten bespreken die VEB haar wederpartijen World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs maakt. Grief 1 die betrekking heeft op de toepassing van art. 6:194 BW, misleidende reclame, komt eerst daarna aan de orde.

2.10 Volgens grief 2 is het prospectus misleidend omdat daarin wel een zeer positieve beschrijving van de professionele successen van [A] is opgenomen, maar verzwegen is dat [A] in het nabije verleden betrokken was bij de financiële ondergang van een aantal ondernemingen te weten A-line Belgium N.V., Trittech Corporation N.V., Amoc N.V. en Newtron N.V. (hierna respectievelijk: A-line, Trittech, Amoc en Newtron). Voor de beleggers was volgens deze grief het professionele verleden van [A] van groot belang aangezien zij als voorzitter van de raad van bestuur het boegbeeld was van World Online, en de beleggers zich aan de hand van het prospectus een oordeel dienden te vormen over de vraag of zij [A] in staat achtten de groeiplannen van World Online te realiseren.

2.10.1 In het prospectus is op bladzijde 94 omtrent [A] het volgende vermeld:

“(..) [A] started World Online in 1995. She has been active as an entrepreneur and a leader in the information technology industry since 1975, when she founded Akam International. She also established the subsidiary of Epson printers in the Netherlands selling both of these businesses in 1988, after which she founded and (until 1994) managed A-line Holding B.V., one of the

leading Dutch distributors of information technology products and value-added services. She was a member of the Post and Telecom Advisory Council to the Dutch Ministry of Transportation for four years. (...) [A] is on the board of a number of leading companies, including FirstMark and The European Technology Fund.”

2.10.2 Volgens VEB is [A] in 1989 bestuurder geworden van A line, in 1990 van Amoc en in 1992 van Trittech, welke vennootschappen alle kort nadat [A] uit het bestuur daarvan was getreden zijn gefailleerd. Bovendien was [A] bestuurder van Newtron dat in 1991 naar de beurs is gebracht. Die beursintroductie werd een grote flop, aldus VEB.

2.10.3 World Online voert aan dat ten tijde van haar beursgang geen wettelijke of andere regel een uitgevende instelling ertoe verplichtte in het prospectus informatie op te nemen over een faillissement waarbij een bestuurder in het verleden betrokken is geweest. Er was dus geen aanleiding deze informatie op te nemen, te meer niet daar de informatie in het prospectus beknopt is gehouden.

ABN AMRO voert aan dat [A] zo lang geleden bestuurder van A line, Trittech en Amoc was, dat die informatie niet behoefde te worden opgenomen in een korte en zakelijke mededeling over de loopbaan van [A] in het prospectus.

Ook volgens Goldman Sachs beoogde het prospectus niet een compleet beeld te geven van de professionele loopbaan van [A] en haar medebestuurders, maar slechts een beknopte schets van de achtergrond van deze personen.

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

In zoverre slaagt de tweede grief.

2.11 Grief 3 gaat over de vraag of de beleggers door het prospectus zijn misleid omtrent het aandelenbezit van [A] in World Online ten tijde van de beursintroductie.

2.11.1 Op bladzijde 99 van het prospectus is onder het kopje “Transactions Involving Supervisory Board, Management Board, Significant Employees and 5 % Shareholders” onder meer de volgende passage opgenomen:

“(…) On December 27, 1999, Kalexer (...), which is wholly owned by our chairwoman Ms. [A], transferred its entire 6.35 % shareholding (...) in World Online to Reggeborgh (...), Mallowdale (...) and Baystar (...). Provided certain conditions are met, Kalexer (...) is entitled to share the profits made by Baystar on any subsequent resales of the shares.”

In het definitief prospectus is daaraan toegevoegd:

“Such share of the profits will be paid to Kalexer (...) in cash and, to the extent the price per share sold exceeds the offering price of this offering of € 43, in shares of World Online (...)”.

2.11.2 VEB licht de grief als volgt toe. De opstellers van het prospectus hebben de omschrijvingen bewust vaag gehouden om de werkelijke toestand aan het oog te onttrekken. Daarbij is afgeweken van de bewoording van de overeenkomsten die aan de transactie ten grondslag lagen. Daarin staat in art. 2 “the Seller sells” en “the Purchaser purchases” Dat is noodzakelijke informatie om te weten wat transferred inhoudt. VEB haalt een groot aantal krantenartikelen aan waaruit volgens haar blijkt dat journalisten niet hebben begrepen dat [A] haar aandelen World Online had verkocht. In een artikel in Trouw van 4 maart 2000 is het begrip transferred in verband met de aandelen World Online die [A] via Kalexer hield vertaald als “ingebracht” terwijl het in NRC Handelsblad van 10 maart 2000 is vertaald als “overgeheveld”. Als deskundige journalisten onafhankelijk van elkaar het woord transferred niet duiden als een definitieve vervreemding, behoefde het voor een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger zeker niet duidelijk te zijn dat [A] een belangrijk deel van haar aandelenbezit World Online reeds ruim voor de beursgang van de hand had gedaan, dat terwijl het verkoopgedrag van de bestuursvoorzitter van een onderneming die naar de beurs gaat, wel belangrijke informatie voor die belegger is.

2.11.3 Met de rechtbank (rov 22) acht World Online het woord transferred niet misleidend en de passage in het prospectus een voldoende duidelijke aanduiding voor de overdracht van de Kalexer-aandelen. Zij wijst erop dat in NRC Handelsblad van 4 maart 2000 dezelfde journalist die VEB aanhaalde reeds heeft geschreven dat [A] een pakket van in totaal 6,35 % heeft overgedragen aan andere aandeelhouders, en dat de Engelse krant The Independent op 8 maart 2000 meldde “(...) the prospectus shows at the end of December [[A]] sold two-thirds of her stake for an undisclosed price”. In dat laatste artikel wordt ook opgemerkt dat het belang van [A] na de beursgang nog maximaal 2,61 % kan zijn.

ABN AMRO wijst er daarnaast op dat op bladzijde 96 van het prospectus vermeld is dat de leden van de raad van bestuur van World Online, onder wie [A], kort

voor de beursgang tezamen 3,13 % van de aandelen World Online bezaten, waaruit blijkt dat [A] niet meer de eigenares kon zijn van de Kalexer-aandelen. Daar komt bij dat [A] noch Kalexer op bladzijde 101 van het prospectus wordt vermeld als een van degenen die een belang van meer dan 5 % in World Online hadden.

Ook Goldman Sachs komt tot de conclusie dat de derde grief van VEB ongegrond is.

2.11.4 Hoewel de bewoording van de passage wellicht duidelijker had gekund door klip en klaar te vermelden dat Kalexer haar aandelen World Online aan medeaandeelhouders had verkocht en geleverd, volgt uit het woord transferred dat ook kan dienen ter aanduiding van overdracht van rechten dat de Kalexer-aandelen op 27 december 1999 aan eerder genoemde drie vennootschappen zijn geleverd. Dat wordt nog eens bevestigd door de zinsnede “Kalexer (...) is entitled to share the profits made by Baystar on any subsequent resales of the shares”, waaruit blijkt dat BayStar aandelen World Online kon doorverkopen, hetgeen impliceert dat zij deze eerst van Kalexer had gekocht. Dat [A] ten tijde van de beursgang geen rechthebbende meer was op de Kalexer-aandelen vindt zijn bevestiging op de door ABN AMRO genoemde bladzijden 96 en 101 van het prospectus waar het aandelenbezit van onder andere [A] aan de orde is. Uit het prospectus blijkt derhalve voldoende duidelijk dat [A] de Kalexer-aandelen ruim voor de beursgang aan medeaandeelhouders heeft geleverd.

Dat dit ook zo begrepen is in de pers blijkt uit de artikelen in NRC Handelsblad van 4 maart 2000 en The Independent van 8 maart 2000. In beide gevallen is, voor zover hier van belang, de stand van zaken juist weergegeven. Dat in een groot aantal gevallen journalisten anders hebben geschreven over het aandelenbezit van [A] ten tijde van de beursgang moet zijn verklaring vinden in de omstandigheid dat dezen hun artikelen zonder (grondige) lezing van het prospectus zullen hebben geschreven. Ook voor een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger die de Engelse taal voldoende machtig is en kennis heeft genomen van het prospectus, kan duidelijk zijn geweest dat [A] een groot deel van haar aandelenbezit World Online ruim voor de beursgang van de hand had gedaan, zodat de derde grief geen doel treft.

2.12 Grief 4 houdt kort gezegd in dat het prospectus misleidend is doordat de prijs waarvoor de Kalexer-aandelen zijn verkocht, niet is vermeld.

2.12.1 VEB licht de grief als volgt toe. De Kalexer-aandelen zijn verkocht voor USD 6,04 per aandeel terwijl beleggers die inschreven op de beursintroductie € 43,- per aandeel hebben betaald. De prijs waarvoor [A], het boegbeeld van World Online, haar aandelen eind 1999 heeft gedumpt vormde relevante informatie voor de beleggers die hun is onthouden waardoor zij geen verantwoorde beleggingsbeslissing hebben kunnen nemen. VEB betoogt dat uit de open norm van art. 8 van het Reglement inzake vereisten voor notering aan de officiële markt en de officiële parallelmarkt van de AEX-Effectenbeurs (het Fondsenreglement) volgt dat

de prijs die [A] voor meergenoemde aandelen heeft gekregen, in het prospectus diende te worden opgenomen. 2.12.2 World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs bestrijden ieder voor zich dat de prijs die [A] voor de Kalexer-aandelen heeft gekregen van belang was voor het nemen van een verantwoorde beleggingsbeslissing. Zij wijzen er allereerst op dat geen ten tijde van de beursgang geldende regelgeving de verplichting meebracht om bedoelde prijs in het prospectus op te nemen. Voorts betogen zij het volgende. De prijs was niet eenvoudig USD 6,04 per aandeel, omdat [A] aanvankelijk in alle gevallen zou meedelen in de door de medeaandeelhouders aan wie zij had verkocht te maken winst. Alleen ten aanzien van BayStar is die regeling gehandhaafd en ook in het prospectus opgenomen. Verder is de door [A] bedongen prijs onder andere omstandigheden tot stand gekomen dan de introductieprijs. Toen [A] haar aandelen verkocht, dat waren nog aandelen WOL, was nog niet zeker dat World Online inderdaad naar de beurs zou gaan. [A] kon door de blokkeringsregeling bovendien in beginsel alleen aan haar medeaandeelhouders verkopen en er was nog geen beursnotering voor de aandelen. Verder is van belang dat eerst nadien de beurskoersen van met World Online vergelijkbare internetfondsen een steile klim hebben ingezet, aldus nog steeds World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs.

2.12.3 Evenals de rechtbank komt het hof tot de conclusie dat geen regeling die gold ten tijde van de beursgang van World Online haar verplichtte de door Kalexer bedongen prijs in het prospectus te vermelden. Art. 8 van de hier toepasselijke versie van januari 2000 van het Fondsenreglement heeft betrekking op aan het prospectus te stellen eisen. Dit dient een getrouw beeld te geven van de financiële situatie van de uitgevende instelling op de balansdatum van het laatste boekjaar en van belang zijnde gebeurtenissen die daarna hebben plaatsgevonden moeten in het prospectus worden vermeld, zo ook dienen mededelingen omtrent toekomstverwachtingen te worden gedaan. Het gaat derhalve steeds om eisen te stellen aan vermelding in het prospectus omtrent de financieel-economische situatie van de uitgevende instelling, waartoe verkoop door derden van aandelen van de uitgevende instantie niet kan worden gerekend, ook al is die derde de voorzitter van de raad van bestuur van die instelling. De volgens VEB, open norm van art. 8 Fondsenreglement verplicht derhalve niet, ook niet bij een ruime uitleg daarvan, tot de door VEB voorgestane publicatie van de door [A] voor de Kalexer-aandelen bedongen prijs.

Dat laat echter onverlet dat een prospectus, ook als regelgeving daartoe niet uitdrukkelijk verplicht, al die informatie dient te bevatten die aan een uitgevende instantie bekend is, om een belegger in staat te stellen een verantwoorde beleggingsbeslissing te nemen. Indien, zoals in het betoog van VEB besloten ligt, [A], de voorzitter van de raad van bestuur van World Online, door het aanvaarden van een zeer lage prijs voor de Kalexer-aandelen tot uitdrukking brengt zelf weinig vertrouwen te hebben in de toekomst van haar bedrijf, dan is dat informatie die bekend gemaakt moet worden.

In dit geval echter is de prijs die [A] verkreeg overeengekomen onder andere omstandigheden, en op een eerder tijdstip dan de totstandkoming van de introductieprijs terwijl de uiteindelijk door [A] te verkrijgen opbrengst van de Kalexer-aandelen afhankelijk is van een aantal modaliteiten, waardoor een eenvoudige vergelijking van de prijs van USD 6,04 en € 43,-- mank gaat. Dat alles leidt tot de conclusie dat niet kan worden gezegd dat door het niet vermelden van de prijs van de Kalexer-aandelen in het prospectus aan de beleggers belangrijke informatie is onthouden. De vierde grief slaagt dus niet.

2.13 In rov 23 van het vonnis heeft de rechtbank –kort en zakelijk weergegeven- overwogen dat World Online door het niet corrigeren van het mede door toedoen van haar bestuurs-voorzitter, [A], in de media ontstane beeld dat het belang van [A] in World Online niet was gewijzigd en zich om en nabij de 10 % bewoog, in strijd met de zorgvuldigheid en derhalve onrechtmatig jegens de beleggers heeft gehandeld. Tegen die overwegingen en het daarop voortbouwende deel van het dictum richt World Online zich met haar grieven H tot en met K en N, die zich lenen voor gezamenlijke behandeling.

2.13.1 In de periode voorafgaand aan de beursgang van World Online op 17 maart 2000 heeft [A] een drietal malen contact gehad met de media. De hiervoor aangehaalde overweging van de rechtbank heeft betrekking op de eerste twee malen.

2.13.1.1 De allereerste maal betrof een vraaggesprek van M. Houben van Het Financieel Dagblad met [A] dat op 1 maart 2000 is gepubliceerd. Volgens het artikel van Houben heeft hij aan het eind van het gesprek aan [A] gevraagd:

“Hoeveel procent van de aandelen gaan naar de beurs en hoeveel gaat u zelf cashen. Wat doen de andere aandeelhouders?”

Op die vraag antwoordde [A] volgens Het Financieel Dagblad letterlijk, gezien de gebruikte aanhalingstekens:

“Ik wil daar nog niets over zeggen. De prospectus komt vandaag uit en daar is het een en ander in te lezen. Sommigen van hen zullen iets cashen, zoals Reggeborgh. Ik ga niet vertellen of ik iets cash. In de prospectus zal dat denk ik lastig te achterhalen zijn. Er zijn een aantal bv's tussengeschoven.”

2.13.1.2 De tweede maal betreft de persconferentie die [A] tezamen met [B], vice-voorzitter van de raad van bestuur van World Online, op 1 maart 2000 heeft gegeven om de beursgang van World Online toe te lichten. Blijkens de door World Online in § 214 van haar memorie van grieven onbestreden- weergegeven transcriptie van een deel van die persconferentie heeft een daar aanwezige journalist gevraagd:

“I understood that there will be sold about 46.9 million shares and about 20.7 millions will be sold by the shareholders now. Who is selling what from the shareholders?”

Vervolgens heeft [A] mededelingen gedaan over verkopen door Sandoz, NS Telecom en Reggeborgh, en over de omvang daarvan, na een discussie tussen [A] en

[B] of zij dat wel mochten meedelen, aangezien het prospectus nog niet was verschenen. Waarna dezelfde of een andere journalist vroeg:

“What about your own stake in the company, Ms [A]?”

[A] antwoordde daarop:

“I didn’t sell any shares at this time”.

2.13.1.3 Op 8 maart 2000 heeft het televisieprogramma NOVA een bij [A] thuis opgenomen vraaggesprek uitgezonden. In dat gesprek vraagt de verslaggeefster aan [A]:

“Gaat u uw aandelen ook cashen?”

Waarop [A] antwoordt:

“Ik vind dat overigens minder relevant, maar nee ik ben het niet voornemens”.

2.13.1.4 De partijen hebben een groot aantal kopieën van berichten uit tal van Nederlandse en buitenlandse kranten en tijdschriften in het geding gebracht waaruit, naar de kern genomen, blijkt dat er ten tijde van de beursgang van World Online zeer grote belangstelling bij de media en dus ook, naar mag worden aangenomen, bij het publiek was voor de vraag hoe rijk [A] zou worden rijker wellicht dan Hare Majesteit de Koningin door de beursgang. [A]’s aandelenbezit werd in die krantenberichten geschat op percentages tot 15 % van het totaal aantal aandelen World Online.

2.13.2 In haar toelichting op de grieven die thans aan de orde zijn merkt World Online –zeer kort samengevat- het volgende op.

De uitlatingen van [A] waren niet onjuist of misleidend en hebben niet bijgedragen tot een verkeerde lezing in de media van het prospectus. Informatie over [A]’s aandelenbelang is door de media niet verkeerd begrepen. Voor zover nodig heeft correctie plaatsgevonden door publicatie van het prospectus. Er bestond vóór de beursgang geen onjuist beeld in de media over [A]’s aandelenbelang. Bovendien is World Online niet aansprakelijk voor eventuele door [A] verstrekte onjuiste informatie, omdat deze betrekking had op het privé-aandelenbezit van [A] en derhalve niet is gegeven in haar functie als voorzitter van de raad van bestuur van World Online. Bovendien vallen de mededelingen van [A] buiten het bereik van art. 6:194 BW.

2.13.3 VEB voert het volgende aan. Het was van belang voor de beleggers om te weten wat het aandelenbelang was van [A] en of dit recentelijk was gewijzigd of zou wijzigen. Dat geeft immers een beeld van het vertrouwen dat [A] oprichter, boegbeeld en bestuursvoorzitter van World Online in haar eigen onderneming heeft. [A] heeft steeds gezegd niet te hebben verkocht en niet te zullen verkopen. Dat blijkt al uit een bericht in De Telegraaf van 23 november 1999, waarin staat dat [A] heeft gezegd dat niemand van de toenmalige aandeelhouders van World Online onder wie zijzelf, aandelen zou verkopen.

VEB heeft de uitlating die [A] op de persconferentie van 1 maart 2000 heeft gedaan, “I didn’t sell any shares at this time”, laten vertalen door mr. drs. A.M. den Besten, beëdigd vertaalster voor de Engelse taal bij de rechtbank te Utrecht. VEB heeft Den Besten niet ingelicht over de context waarin de uitspraak is gedaan, omdat die volgens VEB niet relevant is. De vertaling

van Den Besten luidt: “Ik heb toen geen aandelen verkocht”. Zij licht haar vertaling in een begeleidende brief als volgt toe: “Kortom, de zin komt er op neer dat de ik-persoon mededeelt dat hij/zij in een bepaalde periode in het verleden geen aandelen heeft verkocht”.

[A] deed volgens VEB op 1 maart 2000 dus een uitspraak over het verleden, welke uitspraak onjuist was omdat zij de Kalexer-aandelen in december 1999 had verkocht. Het beeld in de media was echter dat het aandelenbelang van [A] in World Online ongewijzigd was en ongeveer 10 % bedroeg. Ter onderbouwing daarvan verwijst VEB naar artikelen in Het Reformatorisch Dagblad, Trouw en de Financial Times van 2 maart 2000 alsmede naar een artikel in de Volkskrant van 17 maart 2000.

2.13.4 Met de rechtbank is het hof van oordeel dat het voor beleggers relevante informatie was dat [A] de Kalexer-aandelen enige maanden voor de beursgang had verkocht. Daaruit kan immers blijken in welke mate [A], herhaaldelijk en onweersproken aangeduid als het boegbeeld van World Online, vertrouwen had in haar eigen onderneming. Dat klemt in dit geval te meer daar World Online tot dan nog zeer verlieslatend was en een belegging in aandelen World Online louter gebaseerd was op gunstige toekomstverwachtingen. Uit de omstandigheid dat [A] een substantieel deel van haar aandelen World Online had verkocht, had mogelijk afgeleid kunnen worden dat zijzelf geen vertrouwen had in deze onderneming.

2.13.5 Uit geen van de uitspraken van [A] die onder 2.13.1 zijn aangehaald blijkt dat zij de Kalexer-aandelen had verkocht. Anders dan VEB meent, zien deze uitspraken alle op de situatie in maart 2000. [A] verklaart steeds dat zij bij de beursgang geen aandelen gaat verkopen. Die mededelingen zijn strikt genomen juist, te meer daar gesteld noch gebleken is dat [A] bij de beursgang aandelen heeft verkocht.

Ook het antwoord van [A] op de persconferentie van 1 maart 2000 is juist. De vertaling en de verklaring van de door VEB geraadpleegde vertaalster zal het hof niet overnemen, omdat juist de context waarin [A] haar verklaring heeft afgelegd van groot belang is. Het thema waarover op dat moment gesproken werd was de verkoop van aandelen World Online door de zittende aandeelhouders. Een journalist vraagt of het juist is dat “about 20.7 million [shares] will be sold by the shareholders now”. Dat wordt bevestigd door [A], waarna zij op een vraag naar haar stake –grammaticaal wellicht niet helemaal correct antwoordt: “I didn’t sell any shares at this time”. Dat zinnetje kan in deze context niet anders betekenen dan dat [A] ten tijde van de beursgang geen aandelen zou verkopen. Die uitleg vindt zijn bevestiging in het bericht van het ANP naar aanleiding van de persconferentie waarin is vermeld:

“Volgens oprichtster (...) [A] verkopen de aandeelhouders Sandoz, Reggeborgh (...) en NS (...) een klein deel van hun belang. Zij verkoopt zelf niets”.

Nu evenwel geen andere relevante feiten of omstandigheden zijn gesteld of gebleken, is de conclusie dat [A] de voor beleggers relevante informatie omtrent de verkoop van de Kalexer-aandelen, niet heeft gegeven op

het moment dat daartoe aanleiding was, terwijl dat get op het belang van die informatie en haar mogelijkheden daartoe, wel op de weg van [A] had gelegen.

2.13.6 De opvatting van World Online dat uitlatingen van [A] over haar aandelenbelang niet aan World Online kunnen worden toegerekend, omdat [A] deze niet deed in haar hoedanigheid van bestuursvoorzitter maar slechts in privé als aandeelhouder, is onjuist. In alle hiervoor aangehaalde gevallen trad [A] op als bestuursvoorzitter en zegsvrouw van World Online ten einde informatie te geven over en belangstelling te wekken voor de op handen zijnde beursgang van World Online. De informatie die [A] gaf over haar privé-aandelenbezit was, zoals gezegd, voor de beleggers van belang omdat daaruit gegevens kunnen worden afgeleid omtrent het vertrouwen dat de bestuursvoorzitter heeft in de toekomst van haar bedrijf. Deze informatie moet in de gegeven omstandigheden aan World Online worden toegerekend.

Eveneens onjuist is het betoog van World Online dat de mededelingen van [A] geen mededelingen zijn omtrent aangeboden goederen en diensten en derhalve buiten het bereik van art. 6:194 BW vallen. [A]'s taak was mede om belangstelling te wekken voor de beursgang van World Online en voor de verkoop van aandelen World Online. Deze mededelingen moeten derhalve worden gezien in samenhang met het prospectus. Een aandeel is weliswaar een vermogensrecht van eigen aard maar ook een goed in de zin van boek 3 BW. Dat [A] ter gelegenheid van de beursgang van World Online bepaalde mededelingen niet heeft gedaan terwijl deze wel van haar mochten worden verwacht, valt binnen het kader van de aanprijzing van goederen en komt derhalve binnen de reikwijdte van art. 6:194 BW.

2.13.7 World Online wijst erop dat de informatie omtrent de Kalexer-aandelen is opgenomen in het prospectus.

Zoals het hof hiervoor onder 2.11.4 heeft overwogen is dat juist. Zorgvuldige lezing van de bladzijden 96, 99 en 101 van het prospectus leidt inderdaad tot het inzicht dat [A] de Kalexer-aandelen ruim voor de beursgang had verkocht en dat haar resterende belang in World Online minder dan 5 % was.

2.13.8 Evenals de rechtbank komt het hof aan de hand van de in dit geding overgelegde kopieën van krantenartikelen tot de conclusie dat desondanks minstgenomen bij een groot deel van de pers zoals hiervoor is overwogen hebben slechts één Nederlandse en één Engelse krant een juiste weergave gegeven ondanks de mededelingen daarover in het prospectus, de onjuiste indruk bestond dat [A] geen aandelen World Online had verkocht. Die indruk is mede in de hand gewerkt door [A], hetgeen aan World Online kan worden toegerekend, omdat zij in geen van de gevallen waarin zij daartoe in de gelegenheid was, openheid heeft betracht over de verkoop van de Kalexer-aandelen. Van de onjuiste informatie in de media kan en zal de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger kennis genomen en mede aan de hand daarvan zijn beslissing tot al dan niet

aankopen van aandelen World Online hebben genomen. In veel gevallen zal deze belegger geen kennis hebben genomen van het prospectus, ook al niet omdat –zoals VEB onbestreden heeft opgemerkt dit slecht verkrijgbaar was, hetgeen een omstandigheid is die World Online behoorde te betrekken bij haar afweging al dan niet naast het prospectus nadere informatie te verstrekken.

2.13.9 World Online wijst er voorts op dat in het prospectus op bladzijde 3 is opgenomen dat:

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

Nu [A] zegsvrouw was van World Online kan niet worden aangenomen dat deze mededeling ook betrekking heeft op haar en haar verklaringen. Deze verklaringen moeten in het maatschappelijk verkeer aan World Online worden toegerekend, zodat de beleggers mochten afgaan op hetgeen [A] heeft gezegd of juist niet heeft gezegd. Dat klemmt te meer nu –het zij herhaald- het prospectus niet eenvoudig te verkrijgen was voor de beleggers.

2.13.10 Doordat World Online onvoldoende inzicht heeft gegeven in de verkoop door [A] van de Kalexer-aandelen, heeft zij onzorgvuldig jegens de beleggers gehandeld. In zoverre slagen de grieven H tot en met K en N dus niet.

2.14 Grief 13 in de zaak met het rolnummer 1066/04 behelst de klacht dat de rechtbank ten onrechte heeft overwogen (rov 22) dat ABN AMRO en Goldman Sachs niet kan worden verweten dat zij niet zijn opgetreden tegen de hiervoor aangehaalde uitlatingen van [A] en het beeld dat in de media is ontstaan.

2.14.1 Volgens VEB rustte op ABN AMRO en Goldman Sachs als emissiebegeleiders de zorgplicht onjuiste of onvolledige mededelingen die [A] in het openbaar heeft gedaan en verkeerde interpretaties van het prospectus in de pers te corrigeren.

2.14.2 ABN AMRO wijst erop dat in de zaak van LSE tegen haar, het hof een met de klacht van VEB vergelijkbare klacht van LSE ongegrond heeft bevonden. Zij wijst er voorts op dat haar positie ten opzichte van [A] een andere is dan de positie van World Online, zodat wat voor World Online geldt niet noodzakelijkerwijs voor haar geldt. Volgens ABN AMRO heeft zij het prospectus zorgvuldig samengesteld en kon van haar niet worden verlangd dat zij op zou treden tegen onzinnige interpretaties daarvan en onzorgvuldige berichtgeving daarover in de media.

2.14.3 Volgens Goldman Sachs zijn de uitlatingen van [A] in de media niet zodanig dat Goldman Sachs deze diende te corrigeren. De onjuiste interpretaties in de media waren het gevolg van onzorgvuldige lezing door journalisten van het prospectus, dat overigens na de persconferentie van World Online op 1 maart 2000 is verschenen en waarin –voor zover [A] een onjuist beeld had gegeven- dat beeld werd gecorrigeerd.

2.14.4 Juist is dat de positie van ABN AMRO en Goldman Sachs, ten opzichte van [A] een andere is dan

die van World Online. [A] was de bestuursvoorzitter van World Online en door haar met betrekking tot de beursgang van World Online gedane uitlatingen, hebben in het maatschappelijk verkeer te gelden als uitlatingen van World Online.

Op ABN AMRO en Goldman Sachs evenwel rustte tegenover de beleggers niet alleen de verplichting een juist beeld van World Online te geven in het prospectus, maar ook de zorgplicht om bij de begeleiding van de beursgang zo veel als mogelijk te voorkomen dat het juiste beeld werd verstoord teneinde te verhinderen dat beleggers zouden worden misleid. In dat verband mag van hen worden verlangd dat zij bijvoorbeeld de leiding van World Online deugdelijk hadden geïnstrueerd en de persconferentie van 1 maart 2000 zodanig hadden begeleid, dat er bij [A] en [B] geen onzekerheid was opgetreden wat nu wel en wat niet aan journalisten mocht worden meegedeeld vooruitlopend op het verschijnen van het prospectus. Nu een onjuist beeld niet is voorkomen, mocht van ABN AMRO en Goldman Sachs worden verlangd dat zij dit waar mogelijk corrigeerden, hetgeen zij niet hebben gedaan. De mededeling op pagina 3 van het prospectus dat uitsluitend mag worden afgegaan op de inhoud van het prospectus, vermag ook hen niet te vrijwaren indien en voor zover het gaat om mededelingen gedaan door functionarissen van World Online. In zoverre hebben ook ABN AMRO en Goldman Sachs onzorgvuldig gehandeld jegens de beleggers.

Dat het niet doenlijk was om alle onjuiste informatie in de pers, die veelal het gevolg was van de wens de sensationeelzucht van het publiek te bevredigen –in het bijzonder door te trachten de vraag: hoe rijk wordt [A]? te beantwoorden is juist, en dat kan VEB ABN AMRO en Goldman Sachs derhalve niet tegenwerpen.

De uitkomst is dat de dertiende grief slaagt, aangezien ABN AMRO en Goldman Sachs inderdaad tekort zijn geschoten in de nakoming van de op hen jegens de beleggers rustende zorgplicht als hiervoor vermeld. Voor zover deze uitkomst voor ABN AMRO anders is dan lijkt te volgen uit 's hofs arrest van 7 oktober 2004, merkt het hof ten overvloede op dat de uitkomst van een civiele procedure in hoge mate wordt bepaald door de inhoud van de stellingen van de eisende partij en het daartegenover gevoerde verweer.

2.15 Met grief 5 richt VEB zich tegen rov 11 van het vonnis. Volgens VEB zijn de mededelingen in het prospectus over de bestemming van de emissieopbrengst misleidend.

2.15.1 VEB betoogt in dit verband als volgt. Op de bladzijden 3 en 33 van het prospectus is uiteengezet dat World Online de opbrengst van de beursgang zal gebruiken zeer kort samengevat- ter versterking van haar merk, verbetering van de technologische infrastructuur, financiering van strategische bedrijfsovernames, voor rentedragende korte-termijninvesteringen en om bepaalde korte-termijnverplichtingen af te lossen.

Uit de pagina's 52, 53 en 100 van het prospectus blijkt dat ABN AMRO aan World Online op 16 december 1999 een kredietfaciliteit van € 145,6 miljoen heeft verleend en op 25 februari 2000 een kredietfaciliteit van €

253 miljoen, en dat beide faciliteiten van in totaal bijna € 400 miljoen binnen vijf dagen na de beursintroductie moesten worden afgelost. Daarbij is niet vermeld dat deze aflossing zal geschieden uit de emissieopbrengst. Bovendien kon ABN AMRO er de voorkeur aan geven de leningen in aandelen om te zetten, waardoor geen aflossing zou plaatsvinden.

Volgens VEB zijn de mededelingen in het prospectus onvolledig omdat in de paragraaf Use of Proceeds niet wordt vermeld dat ruim 20 % van de emissieopbrengst benut moet worden voor de aflossing van voormelde faciliteiten, terwijl evenmin wordt verwezen naar bladzijde 100 waar de faciliteiten zijn vermeld.

Een prospectus is ook misleidend, aldus VEB, als bepaalde informatie zich daaruit slechts na veel puzzelwerk en in onderling verband te lezen passages laat afleiden. De informatie over de bestemming van de opbrengst had derhalve in de paragraaf Use of Proceeds volledig dienen te worden vermeld, hetgeen niet is geschied. Uit de mededeling op pagina 33 van het prospectus kan niet worden afgeleid dat de reële mogelijkheid bestond dat 20 % van de opbrengst moest worden benut voor aflossing van de kredietfaciliteiten. Dat uiteindelijk slechts 7 % van de opbrengst voor deze aflossingen is benut doet daar niet aan af.

Wetenschap omtrent dit alles was van belang voor beleggers, omdat World Online een internetbedrijf was waarvoor het van groot belang was haar marktaandeel te vergroten door het doen van investeringen en strategische acquisities. De groeistrategie bepaalde in hoge mate de waarde van het aandeel. Bovendien was wetenschap van de aflossing van de leningen van belang omdat daaruit blijkt dat ABN AMRO kennelijk weinig vertrouwen had in de strategie van World Online. Verder blijkt door de gebrekkige informatie in het prospectus niet dat er een belangenconflict was. World Online had voor de beursgang een negatief vermogen waardoor zij niet in staat was de leningen van ABN AMRO af te lossen, maar na de beursgang kon zij dat wel, waardoor ABN AMRO die haar financier was, maar ook haar beursgang begeleidde er een groot belang bij had dat deze door zou gaan, aldus nog steeds VEB.

2.15.2 World Online bestrijdt dat het prospectus onvolledige informatief is ten aanzien van de wijze waarop de emissieopbrengst zou worden gebruikt. Zij wijst erop dat het hoofdstuk Use of Proceeds van het prospectus eindigt met de mededeling "(...) we intend (...) to repay certain short-term obligations (...)", en dat VEB erkent dat deze verplichtingen op de pagina's 52, 53 en 100 van het prospectus zijn beschreven. Anders dan VEB meent, was het duidelijk dat World Online niet de volledige kredietfaciliteit van € 400 miljoen zou benutten. Uit het definitief prospectus blijkt immers dat op 14 maart 2000 een bedrag van € 131,2 miljoen was opgenomen, en niet waarschijnlijk is dat World Online de rest van de faciliteit tussen die dag en 17 maart 2000, de dag waarop de leningen opeisbaar werden, zou aanspreken. Dat World Online slechts 7 % van de opbrengst zou aanwenden voor de aflossingen aan

ABN AMRO is dus niet eerst achteraf gebleken, maar stond ten tijde van de beursgang vast.

Evenmin is juist dat niet vast stond dat World Online een deel van de opbrengst zou benutten om de leningen af te lossen. ABN AMRO had geen algemeen conversierecht. De mogelijkheid om de leningen om te zetten in aandelen World Online bestond slechts in het geval zij de leningen niet kon aflossen. Tot zover WOL.

2.15.3 Ook ABN AMRO bestrijdt dat het prospectus onvoldoende informatief is ten aanzien van de wijze waarop de emissieopbrengst zou worden gebruikt. De faciliteiten zijn uitgebreid in het prospectus beschreven. Bovendien is in het voorlopig prospectus reeds vermeld dat USD 109,8 miljoen moest worden afgelost en in het definitief prospectus dat USD 127,4 miljoen moest worden afgelost. Er was dus, anders dan VEB meent, geen reële mogelijkheid dat ongeveer € 400 miljoen moest worden afgelost. Evenmin is juist dat het ABN AMRO vrij stond te kiezen voor omzetting van de leningen in aandelen World Online. Alleen wanneer World Online niet in staat zou zijn af te lossen, kon ABN AMRO daarvoor kiezen. Aldus ABN AMRO.

2.15.4 Goldman Sachs voert naast hetgeen World Online en ABN AMRO al hebben gezegd, nog aan dat het voor de gemiddelde, oplettende belegger voldoende duidelijk was dat onder de terugbetaling uit de emissieopbrengst van certain short-term obligations de op de bladzijden 52, 53, 99 en 100 alsmede F-13 en F-14 besproken kredietfaciliteiten van ABN AMRO vallen, waardoor de betrokkenheid van ABN AMRO als financier in het prospectus voldoende duidelijk is toegelicht.

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

2.16 In rov 12 heeft de rechtbank –kort en zakelijk weergegeven- overwogen dat, hoewel de conversiekoers waartegen ABN AMRO haar leningen aan World Online kon omzetten in aandelen World Online indien deze de leningen niet tijdig afloste, op zichzelf genomen een interessant gegeven zou kunnen vormen voor de beleggers, het niet vermelden van die koers in het prospectus niet misleidend is, omdat het prospectus voldoende gedetailleerde informatie over de leningen en de conversievoorwaarden bevat. Tegen die overweging is grief 6 gericht.

2.16.1 VEB licht de grief als volgt toe. De conversiekoers voor de lening van 16 december 1999 was € 4,68 per aandeel en voor de lening van 25 februari 2000 € 4,12. Deze lage conversiekoers een fractie van de in-

troductiekoers van € 43,- is een belangrijke indicatie en daarmee relevant voor de beleggers, omdat deze koers illustreert welke waarde ABN AMRO aan World Online toekende in het licht van de toekomstverwachtingen. Deze waarde sluit ook aan bij de waarde die men in bankkringen aan World Online toekende. VEB acht het onwaarschijnlijk dat de financiële toestand van World Online in de tijdspanne tussen het verstrekken van de leningen en het opeisbaar worden daarvan, zodanig verslechterd zou zijn dat dit een grote korting in verhouding tot de emissieprijs rechtvaardigde.

2.16.2 World Online betoogt als volgt. De conversiekoers laat zich niet vergelijken met de introductieprijs. De introductieprijs is tot stand gekomen door de bookbuilding-methode, terwijl de conversiekoers het resultaat is van overleg tussen World Online en ABN AMRO. Daarbij is van belang dat de conversiekoers alleen toepassing zou vinden in de situatie dat World Online zich in financiële moeilijkheden bevond in welk geval de onderneming van World Online een geheel andere waarde zou vertegenwoordigen dan in het geval zij haar verplichtingen correct kon nakomen. Die situatie zou zich alleen voordoen indien de beursgang geen doorgang zou vinden, waardoor ABN AMRO aandelen in een niet-beursgenoteerde onderneming zou krijgen, welke aandelen moeilijk verhandelbaar zijn. Deze informatie was voor de beleggers geen relevante informatie en behoefde dus niet in het prospectus te worden vermeld.

2.16.3 ABN AMRO merkt in aanvulling daarop het volgende op. De beleggers konden de conversiekoers betrekkelijk eenvoudig afleiden uit het prospectus. Het bedrag van de faciliteiten stond vermeld op de pagina's 99 en 100, waardoor de beleggers wisten welk bedrag maximaal door World Online getrokken kon worden. Het maximumpercentage van de aandelen World Online dat na conversie door ABN AMRO kon worden verkregen stond eveneens vermeld. Nu het voor de hand ligt dat het maximumpercentage zou worden verkregen bij conversie van het maximaal onder de faciliteit te trekken bedrag, was het volgens ABN AMRO mogelijk vast te stellen wat de conversiekoers was.

2.16.4 Ook Goldman Sachs stelt zich op het standpunt dat de conversiekoers geen interessant gegeven voor de beleggers was. Deze zou immers alleen gelden in het geval World Online haar verplichtingen jegens ABN AMRO niet kon nakomen en zich dus in een financieel en operationeel slechte situatie zou bevinden. En die situatie is bepalend voor de waarde van het aandeel bij strafconversie. Zij merkt daarbij op dat schema A van het Fondsenreglement vermelding van de conversiekoers niet voorschrijft. Tot zover Goldman Sachs.

2.16.5 Anders dan de rechtbank acht het hof meerge-noemde conversiekoers niet van belang voor de beleggers bij de beantwoording van de vraag of zij al dan niet aandelen World Online wilden verwerven. De conversiekoers is immers alleen van belang in de situatie dat de voorgenomen beursgang geen doorgang zou vinden, waardoor World Online de liquiditeiten zouden ontbreken om de leningen van ABN AMRO af te lossen. Uit die koers kan niet worden afgeleid in welke

mate ABN AMRO vertrouwen stelde in de onderneming van World Online en in haar toekomstplannen, en dat is de informatie die beleggers, naar de stellingen van VEB, van belang achtten voor hun beslissing. In het midden kan dan blijven of de beleggers inderdaad zo eenvoudig de conversiekoers konden berekenen als ABN AMRO heeft aangevoerd. De zesde grief slaagt dus niet. Bij deze uitkomst ziet het hof noch aanleiding deskundigen te benoemen noch om VEB tot bewijs toe te laten, omdat het een noch het ander tot een andere uitkomst kan leiden.

2.17 Grief 7 is gericht tegen de overweging van de rechtbank (rov 13) met betrekking tot de mededelingen in het definitief prospectus ten aanzien van het Zweedse bedrijf Telitel AB. De rechtbank acht het, kort samengevat, onaannemelijk dat een juiste mededeling, die zou hebben ingehouden dat World Online de aandelen Telitel wel had gekocht maar nog niet geleverd had gekregen, enige belegger zou hebben doen afzien van de aankoop van aandelen World Online.

2.17.1 Op bladzijde 31 van het definitief prospectus is met kantmelding March 2000 vermeld:

“We acquired 100 % of Telitel AB, a Sweden-based telecom operator with approximately 60,000 customers on the date of acquisition. We acquired Telitel for a maximum total consideration of \$ 26 million (...) comprising \$ 12.5 million in shares at the offering price payable at closing, \$ 7.5 million in shares at the offering price based on warrants exercisable 12 months after closing based on agreed performance targets, and \$ 6 million in shares at the offering price based on warrants exercisable six months after closing based on agreed performance targets.”

Voorts is op bladzijde 32 van het definitief prospectus, in een organogram met als kop The following diagram sets forth our operating companies as of March 16, 2000, Telitel vermeld als 100 % dochter van World Online. De mededeling zoals op bladzijde 31 gedaan, wordt nog eens herhaald op bladzijde 40/41 van het definitief prospectus in een lijst Acquisitions and Investments van bedrijven die in 1999 en 2000 door World Online zijn verworven. Gebleken is dat op het moment dat het definitief prospectus verscheen weliswaar de koopovereenkomst met betrekking tot de aandelen Telitel was gesloten, maar dat deze aandelen nog niet aan World Online waren overgedragen. Deze aandelen zijn nadien ook nimmer aan World Online geleverd.

2.17.2 Volgens VEB heeft de rechtbank met juistheid overwogen dat de mededelingen in het definitief prospectus ten aanzien van Telitel onjuist zijn, maar de rechtbank had ook, met inachtneming van de artt. 6:194 en 6:195 BW, tot de conclusie moeten komen dat deze mededelingen als misleidend hebben te gelden.

VEB wijst erop dat door het verwerven van Telitel het aantal abonnees van World Online met ongeveer 60.000 zou stijgen en daardoor ook het marktaandeel van World Online. Voor internetbedrijven was het aantal abonnees een belangrijke indicator van de beurswaarde. Aan de hand van de waarde van World Online bij de beursgang heeft VEB becijferd dat iedere

abonnee bij de introductie een waarde vertegenwoordigde van ongeveer € 8.000,--. De waarde van Telitel was volgens VEB € 480 miljoen, waaruit volgt dat deze acquisitie van groot belang was voor World Online. Dat blijkt ook uit het persbericht van World Online van 17 maart 2000 waarin [A] wordt geciteerd:

“Nordic markets are very important for World Online, and I believe that the acquisition of Telitel will enable us to establish a strong footprint in Sweden”.

Ter onderbouwing van het door haar gestelde causaal verband verwijst VEB naar een studie van K.J.M. Cremers getiteld “Koersval World Online: gewoon beleggers risico?” gepubliceerd in Economisch Statistische Berichten, jaargang 2000, bladzijden 560-562. Volgens VEB toont de analyse van Cremers aan dat het bekend worden van de informatie die niet was opgenomen in het prospectus, in de periode tot en met 3 april 2000 heeft geleid tot een koersverlies van ten minste € 5,02 en dat het meest waarschijnlijke koersverlies dat het gevolg is van het achterhouden van relevante informatie € 19,08 bedraagt. VEB noemt nog dat uit een grafiek gepubliceerd in NRC Handelsblad van 27 mei 2000 blijkt dat de koers van World Online in de periode vanaf 17 maart 2000 tot eind april 2000 veel sterker is gedaald dan die van vergelijkbare internetfondsen, voor welke daling geen marktgerelateerde oorzaken zijn aan te wijzen. Onbegrijpelijk is derhalve volgens VEB dat de rechtbank heeft overwogen dat de mededelingen in het prospectus ten aanzien van Telitel onjuist zijn, maar dat de beleggers als gevolg daarvan geen schade hebben geleden.

2.17.3 World Online bestrijdt de overweging van de rechtbank dat de mededelingen in het definitieve prospectus onjuist zijn, als volgt. Weliswaar had World Online bij het verschijnen daarvan alleen een koopovereenkomst gesloten en had de overdracht van de aandelen nog niet plaatsgevonden, maar Telitel wordt ook niet gepresenteerd als een 100 % dochter van World Online. In het staatje met aantallen abonnees op bladzijde 70 van het definitief prospectus komen de 60.000 Telitel-abonnees niet voor en op die bladzijde wordt Zweden onder het kopje “Our Operating Companies” ook niet genoemd als een land waar World Online actief is. Uit het woord “acquired” dat op bladzijde 31 wordt gebruikt volgt niet noodzakelijkerwijs dat de aandelen al aan World Online geleverd waren. In normaal (het hof begrijpt: Engels) spraakgebruik wordt vaak gesproken over een “acquisition” wanneer koper en verkoper overeenstemming hebben bereikt zonder dat daarmee gezegd is dat de levering heeft plaatsgevonden. Uit het prospectus blijkt dat dit nog niet het geval was, omdat op bladzijde 31 wordt gesproken over aandelen World Online die verschuldigd zijn “at closing”, dat wil zeggen bij de levering. De gemiddeld geïnformeerde, voorzichtige belegger zal derhalve hebben begrepen dat World Online de aandelen Telitel wel had gekocht maar nog niet geleverd had gekregen.

World Online wijst er verder op dat het belang van Telitel betrekkelijk gering was, omdat het slechts een stijging van het totaal abonnees betrof van 4 %. Ook de strategische waarde van Telitel was niet groot, omdat er

ook andere wegen waren voor World Online om toegang te krijgen tot de Zweedse markt. World Online onderschrijft het oordeel van de rechtbank dat het hoogst onwaarschijnlijk is dat een belegger zou hebben afgezien van de aankoop van aandelen World Online als expliciet in het prospectus was vermeld dat de aandelen Telitel nog niet geleverd waren.

2.17.4 ABN AMRO betoogt als volgt. Zij merkt allereerst op dat de mededelingen omtrent Telitel alleen in het definitief prospectus zijn opgenomen, dat verscheen nadat de inschrijving volledig was afgerond. De beleggers kunnen derhalve onmogelijk zijn beïnvloed door deze mededelingen. Ook ABN AMRO meent dat de overweging van de rechtbank dat de mededelingen over Telitel in het definitieve prospectus onjuist zijn, geen stand kan houden. Volgens het spraakgebruik is het nu eenmaal zo dat wordt gesproken over het verwerven van een vennootschap nog voordat de leveringsformaliteiten zijn afgewikkeld. Uit de tekst op bladzijde 31 van het definitief prospectus blijkt ook dat er nog niet was geleverd, omdat het eerste deel van de koopprijs eerst op het tijdstip van closing zou worden voldaan.

Niet juist is volgens ABN AMRO verder dat de omstandigheid dat mededelingen onjuist zijn, zonder meer meebrengt dat deze ook misleidend zijn.

Ook voor het overige voert ABN AMRO een verweer dat overeenstemt met dat van World Online.

2.17.5 Goldman Sachs wijst er eveneens op dat het definitief prospectus niet misleidend kan zijn voor de beleggers die hadden ingeschreven op aandelen World Online, omdat dit prospectus eerst beschikbaar kwam nadat de inschrijving was gesloten. Verder sluit Goldman Sachs zich aan bij de weren van World Online en ABN AMRO.

2.17.6 Anders dan World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs hebben betoogd acht het hof, evenals de rechtbank, het definitief prospectus onjuist waar het Telitel betreft. Het mag zo zijn dat in het spraakgebruik de term “verwerven” wordt gebruikt in het geval aandelen zijn aangekocht maar nog niet zijn overgedragen, en dat dit ook zo in het definitief prospectus tot uitdrukking is gebracht met de termen *acquired* en *closing*, maar dat neemt niet weg dat door Telitel in het organogram op bladzijde 32 van het definitief prospectus dat de *operating companies* as of March 16, 2000 van World Online vermeldt- op te nemen als een 100 % dochter van World Online de indruk is gewekt dat Telitel reeds deel uitmaakte van het World Online-concern, hetgeen niet het geval was. Daaraan kan niet afdoen dat Telitel niet is vermeld in het staatje op bladzijde 70 van het definitief prospectus, omdat het daarbij gaat om activiteiten van World Online per 31 december 1999. Niet gebleken is dat het beschrijvende overzicht dat boven dat staatje is opgenomen, uitgaat van een andere datum.

World Online tracht thans het belang van Telitel voor haar onderneming te bagatelliseren, maar uit het hiervoor aangehaalde persbericht van 16 maart 2000 blijkt dat zij ten tijde van de beursgang daar anders over dacht, aangezien [A] spreekt van “a strong footprint in Sweden”.

Op het door VEB gestelde misleidende karakter van de onjuiste mededelingen zal het hof hierna onder 2.24 verder ingaan bij de bespreking van grief 1.

2.18 De rechtbank heeft –kort en zakelijk weergegeven- in rov 15 overwogen dat de beschrijving in het prospectus van de lock up-verplichtingen niet misleidend was omdat [C], lid van de raad van commissarissen van World Online, en [A] in BayStar uitsluitend belegden, en in rov 16 dat de omstandigheid dat [A] door de verkoop van de Kalexer-aandelen via BayStar mee profiteerde van de verkoop van aandelen World Online bij de beursintroductie, niet strijdig was met de lock up-verplichting omdat [A] geen zeggenschap had in BayStar. Tegen die twee overwegingen keert VEB zich met haar grief 8.

2.18.1 Ten aanzien van de lock up-verplichting is het volgende vermeld op bladzijde 10 van het prospectus:

“Each of World Online (subject to certain exceptions) and certain shareholders has agreed, that, for a period of 180 days after the date of this Offering Circular, it will not offer, sell, contract to sell, pledge or otherwise dispose of any shares or any securities substantially similar to the shares, or any securities convertible or exchangeable for shares or similar securities of World Online, nor will it announce or otherwise publicize the intention to do any of the foregoing, without the written consent of the Joint Global Coordinators. In accordance with the current regulations of Amsterdam Exchanges N.V., each member of the supervisory board and management board of World Online had agreed not to dispose of any shares held by him or her at the closing of the offering for a period of six months after the closing of the offering. (...)”.

2.18.2 VEB zet het volgende uiteen. Op 3 respectievelijk 8 april 2000 is gebleken dat [A] en [C] *passive investor* in BayStar waren. Dit betekent dat zij als stille vennoten van BayStar meedelen in de winst en het eventuele verlies van BayStar. Het zeggenschapscriterium is daarbij niet van belang.

Voor het geval dat anders zou zijn merkt VEB op dat [A] wel degelijk zeggenschap had in BayStar aangezien dit bedrijf de verkoop van aandelen World Online staakte, nadat [A] aan BayStar –zo blijkt uit NRC Handelsblad van 28 maart 2000- te verstaan zou hebben gegeven dit te doen. Ook als het slechts een verzoek was van [A] aan BayStar, dan brengt haar positie als bestuursvoorzitter van World Online mee dat BayStar dit moest opvatten als een aanwijzing, waaruit blijkt dat [A] feitelijke zeggenschap had in BayStar. World Online, ABN AMRO noch Goldman Sachs hebben enig stuk in het geding gebracht waaruit blijkt dat [A] en [C] geen zeggenschap hadden in BayStar, aldus nog steeds VEB.

2.18.3 World Online voert het volgende aan. Zij acht het oordeel van de rechtbank juist. De lock up-regeling verbood [A] en [C] om binnen zes maanden na de beursgang haar of zijn aandelen World Online te verkopen of daar anderszins over te beschikken. Dat [A] en [C] stille vennoten van BayStar waren en daardoor meedeelden in de winst die BayStar maakte op de verkoop van aandelen World Online, is geen informatie

die relevant is voor beleggers. Het betoog van VEB dat [A] en [C] zeggenschap hadden over BayStar schiet tekort. Het mag zo zijn dat BayStar op aanwijzing van [A] is gestopt met de verkoop van aandelen World Online BayStar is volgens haar persbericht van 22 maart 2000 vrijwillig toegetreden tot de lock up regeling maar waar het om gaat is dat [A] noch [C] het in hun macht hadden om BayStar aandelen World Online te laten verkopen. Anders dan VEB meent, rust niet op World Online de verplichting om door middel van documenten aan te tonen dat de stellingen van VEB onjuist zijn. De bewijslast van de stelling dat [A] en [C] (feitelijke) zeggenschap hadden over BayStar, rust op VEB.

Verder is nog van belang dat in het prospectus duidelijk vermeld is dat BayStar niet aan de lock up was gebonden en, bij de toelichting op de Kalexer-transacties, dat [A] zou meedelen in de winst van BayStar.

2.18.4 ABN AMRO en Goldman Sachs merken ieder voor zich het volgende op. Het gaat het hier niet om verkoop van aandelen World Online door [A] of [C] zelf, maar door een vennootschap waarin dezen geen van beiden zeggenschap hadden. De lock up is derhalve naar de letter noch de geest geschonden.

De stelling van VEB dat [A] en [C] zeggenschap hadden in BayStar is niet juist, zij waren immers geen bestuurder of commissaris van dat bedrijf maar slechts stille vennoot. Nu VEB meent dat [A] en [C] wel zeggenschap hadden, rust op haar de last daarvan bewijs bij te brengen. Zij kan niet van ABN AMRO of Goldman Sachs verlangen dat deze daaromtrent documenten in het geding brengt.

2.18.5 Ten aanzien van [A] blijkt uit het prospectus (bladzijde 99) dat bij de Kalexer-transactie aandelen World Online aan BayStar zijn verkocht, dat zij zou meedelen in de winst die BayStar daar mogelijkerwijs op zou maken en dat BayStar niet gebonden was aan de lock up. Voor het overige staat zowel ten aanzien van [A] als [C] niet meer vast dan dat zij passive investor in BayStar waren. VEB stelt wel dat zij ook zeggenschap hadden over BayStar, maar zij heeft geen feiten of omstandigheden aangevoerd waaruit dat kan volgen. De enkele omstandigheid dat BayStar –mogelijk na een aanwijzing van [A], VEB concretiseert niet waaruit die aanwijzing heeft bestaan na de beursgang van World Online alsnog dezelfde lock up-verplichting heeft aanvaard als andere aandeelhouders van World Online, is niet voldoende om de stelling van VEB deugdelijk te onderbouwen. Het hof gaat daarom aan deze stelling voorbij en ziet evenmin aanleiding World Online, ABN AMRO of Goldman Sachs op te dragen gegevens ter zake in het geding te brengen, zoals VEB heeft verzocht. De achtste grief is dus tevergeefs opgeworpen.

2.19 Grief 9 is gericht tegen de overweging van de rechtbank (rov 17) dat VEB onvoldoende duidelijk heeft gemaakt dat mededelingen in het prospectus over de optieregelingen bij World Online misleidend of onvolledig waren, dat [D], lid van de raad van commissarissen van World Online, geen onafhankelijk commissaris was en dat de hem verleende opties niets van doen hadden met diens commissariaat.

2.19.1 Ten aanzien van aan leden van de raad van commissarissen van World Online verleende opties is in het definitieve prospectus op bladzijde 96 het volgende opgenomen:

“(…) In the aggregate, supervisory board members hold (...) options to acquire 763,000 shares (the equivalent of 0.33 % prior to the offering and 0.27 % after the offering). The weighted average exercise price of these options is € 19.38 and the weighted average remaining contractual life is 3.5 years. The exercise price for some options of the board members is related to fair market value at the time of the exercise.”

Voorts is op bladzijde 97 van het prospectus een uiteenzetting gegeven van het Stock Option Plan zoals dat geldt voor executive personnel en key employees van World Online. Aan hen zijn volgens het prospectus 2.426.920 opties verleend.

2.19.2 VEB geeft de volgende toelichting op deze grief. Zij trekt een vergelijking met het biedingsbericht van Tiscali S.p.A van 6 november 2000 dat betrekking heeft op alle uitstaande aandelen World Online. In § 5.11 van dat bericht is vermeld dat werknemers van World Online 2.411.526 opties hebben. Het verschil met het aantal in het prospectus kan volgens VEB wellicht verklaard worden uit het aantal werknemers dat in de tussentijd World Online heeft verlaten, maar dat verklaart niet het verschil tussen de uitoefenprijs in het prospectus van € 16,60 en in het biedingsbericht van € 9,90 en het verschil in looptijd van respectievelijk 4,1 jaar en 1,1 jaar. Voor de beleggers is het van groot belang om te weten wat de uitoefenprijs is van opties omdat deze veelal is gerelateerd aan het moment van toekenning. Een lage uitoefenprijs duidt op een lage waarde van de aandelen. In het prospectus is de uitoefenprijs verhuld weergegeven door een gemiddelde uitoefenprijs te noemen van de opties die al waren uitgegeven en de opties die nog zouden worden uitgegeven. Ten einde de beleggers juist en volledig te informeren, had een en ander afzonderlijk vermeld moeten worden.

Voorts is volgens VEB het totaaloverzicht op bladzijde 16 van het prospectus van aan commissarissen uitgegeven opties misleidend. De aan [C] gegeven opties hadden niet zonder meer in het totaaloverzicht mogen worden meegenomen. Deze opties waren op dat moment nog niet uitgegeven, zodat zij apart hadden moeten worden vermeld, evenals de omstandigheid dat diens uitoefenprijs nog niet vast stond maar was geschat op € 39,--.

Aan [D] zijn 415.000 opties toegekend voor een uitoefenprijs van slechts € 2,92. De waarde van die opties op basis van de introductieprijs was € 16,6 miljoen. Voor iemand die eerst per 1 maart 2000 commissaris werd acht VEB dit een buitensporige beloning. Volgens VEB is tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders van World Online op 23 november 2000 gebleken dat [D] deze beloning ook niet kreeg als commissaris van World Online, maar voor advies- en consultancydiensten die hij in de jaren voorafgaand aan de beursgang aan World Online heeft verleend. De opties zijn [D] al in september 1999 toegekend. Verzuimd is om daarvan

melding te maken in het prospectus terwijl bij voorbeeld bij [C] wel is vermeld dat hij adviezen heeft gegeven. Bovendien is het relevante informatie voor de beleggers dat de per 1 maart 2000 aangetreden commissaris [D] voordien reeds als adviseur bij World Online was betrokken en derhalve niet kon gelden als onafhankelijk commissaris, als bedoeld in de op 9 december 2003 vastgestelde Nederlandse Corporate Governance Code die een codificatie is van reeds voordien geldende best practice-regels.

2.19.3 World Online voert ten verweere het volgende aan. De mededelingen in het prospectus over de optieregelingen zijn juist. De gegevens omtrent de opties zoals vermeld in het prospectus van maart 2000 en die vermeld in het biedingsbericht van november 2000 verschillen, omdat in de tussentijd opties van werknemers die World Online hebben verlaten zijn vervallen, de uitoefenprijs tussentijds is verlaagd omdat door de koersdaling van aandelen World Online de opties waardeloos waren geworden, en de looptijd is verkort. Ook VEB's bezwaren ten aanzien van [C] en [D] acht World Online ongegrond.

[C] zou zijn opties met zekerheid krijgen waardoor deze in overeenstemming met paragraaf 6.2.1 van schema A bij het Fondsenreglement zijn opgenomen in het totaaloverzicht van de opties van commissarissen. Het voorlopig prospectus vermeldt op bladzijde 96 expliciet dat:

“The exercise price for some options of the supervisory board members is related to fair market value at the time of the exercise. For this Offering Circular we assumed an exercise price of € 39 (the middle of the range).”

Daarmee is voldoende duidelijk gemaakt dat de uitoefenprijs van [C] slechts een schatting was.

World Online betwist verder dat de adviseurswerkzaamheden van [D] in het prospectus hadden moeten worden vermeld. Er bestond tussen [D] en World Online geen schriftelijke of mondelinge overeenkomst. Hij gaf op incidentele en informele basis adviezen aan [A]. Zoals [D] ook heeft verklaard tijdens een voorlopig getuigenverhoor kreeg hij de opties omdat en op voorwaarde dat hij commissaris van World Online zou worden.

2.19.4 Ook ABN AMRO voert het volgende aan. Ook zij wijst erop dat de vergelijking tussen het prospectus en het biedingsbericht niet relevant is, omdat zoals zij heeft begrepen uit het verweer van World Online de optierechten zijn gewijzigd wat betreft aantal, uitoefenprijs en looptijd. Dat de optieregelingen zouden worden aangepast in verband met de koersontwikkeling was ten tijde van de beursgang niet te voorzien, en behoefde derhalve ook niet te worden vermeld in het prospectus. Door een gemiddelde uitoefenprijs te vermelden voor de aan de commissarissen toegekende opties heeft ABN AMRO eenvoudigweg de beursregels nageleefd. Van verhullen van de uitoefenprijs van [D] is geen sprake, omdat er ook bestuurders waren die een lagere uitoefenprijs hadden verkregen.

ABN AMRO acht het onbegrijpelijk dat VEB bezwaar heeft tegen het vermelden van een schatting van de uit-

oefenprijs van [C]. Meer kon niet worden opgegeven omdat deze prijs afhankelijk was van de introductieprijs welke nog niet bekend was.

De waarde van de aan [D] toegekende opties moet volgens ABN AMRO niet worden afgemeten aan de waarde ten tijde van de beursgang, maar aan de waarde in de tijd dat deze aan hem zijn verleend. [D] heeft deze opties gekregen met het oog op zijn commissariaat, aldus nog steeds ABN AMRO.

2.19.5 Goldman Sachs sluit zich zonder veel omhaal van woorden aan bij de weren die World Online en ABN AMRO hebben gevoerd met betrekking tot de negende grief.

2.19.6 Ingevolge art. 6.2.1 van Schema A van het Fondsenreglement zoals dat gold ten tijde van de beursgang van World Online, dient een uitgevende instelling het totaal aantal aandelen op te geven dat in het bezit is van haar bestuurs-, leidinggevende en toezicht houdende organen en de hun verleende opties. De opgave die op bladzijde 96 van het prospectus is gedaan voldoet aan dat vereiste. Bovendien voldoet in dit geval de opgave van de gemiddelde uitoefenprijs, omdat deze samenhangt met de opgave van het totaal aantal verleende opties. De beleggers hebben daardoor voldoende inzicht kunnen verwerven met betrekking tot de uitstaande opties. Nu de opties aan [C], zoals onbetreden is, zeker zouden worden verleend was het ook juist deze in het totaal te betrekken. Het hof kan VEB niet volgen in haar klacht omtrent de vermelding van € 39 als geschatte uitoefenprijs voor de aan [C] verstrekte opties. De uitoefenprijs hing immers af van het tijdstip van uitoefening. In het voorlopig prospectus is deze geschat op € 39, zijnde het midden van de bandbreedte van uitgifte, welk bedrag niet meer is opgenomen in het definitief prospectus, naar het hof aanneemt omdat dit op de dag van de beursgang is gepubliceerd waardoor de introductieprijs en ook de uitoefenprijs bekend was.

Ook ten aanzien van [D] geldt dat de aan hem verstrekte opties mochten worden meegenomen in het totaal van de aan commissarissen verstrekte opties. Het voordeel dat hij daarmee kon behalen week niet af van het voordeel dat anderen genoten die tegen een gelijke of lagere uitoefenprijzen opties hadden verkregen, en vereiste derhalve geen aparte vermelding. Wel had naar het oordeel van het hof in het prospectus een beter inzicht moeten worden gegeven in de relatie tussen World Online en [D], met name omdat naar moet worden aangenomen [D] reeds voordat hij per 1 maart 2000 werd benoemd tot commissaris van World Online aan World Online advies- en consultancydiensten had verleend. De optierechten zijn [D] ook voor die diensten verleend, zoals blijkt uit de mededelingen van [E], lid van de raad van bestuur van World Online, tijdens de door VEB gememoreerde aandeelhoudersvergadering van World Online. World Online noch ABN AMRO noch Goldman Sachs hebben bestreden dat [E] die mededelingen heeft gedaan. Dat het wellicht ging om door [D] aan [A] verleende informele adviezen werpt geen ander licht op de zaak, gelet op dier positie bij World Online en de omstandigheid dat World Online kennelijk de kosten van die adviezen droeg door

opties te verlenen. [D] heeft als getuige in voorlopig getuigenverhoor bij de rechtbank te Rotterdam weliswaar verklaard dat [A] hem in de nazomer van 1999 heeft toegezegd dat hij een optieregeling zou krijgen als hij een commissariaat zou accepteren, maar daarmee wordt het vorenoverwogene niet ontzenuwd omdat mogelijke adviezen van [D] aan World Online en/of [A] bij dat verhoor kennelijk niet indringend aan de orde zijn gekomen. Nu de positie van [D] ten opzichte van World Online niet is vermeld, is het prospectus op dit punt onvolledig. In zoverre slaagt de negende grief dus.

2.20 Met grief 10 betoogt VEB –zeer kort samengevat dat World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs een veel te hoge bandbreedte en introductieprijs hebben vastgesteld voor het aandeel World Online in verhouding tot de waarde van de onderneming van World Online, waardoor zij onrechtmatig hebben gehandeld jegens de beleggers. Bovendien zijn de beleggers misleid ten aanzien van de prijs en de wijze van berekening van de prijs. Volgens VEB dienen haar wederpartijen de gegevens in het geding te brengen welke als onderbouwing van de prijsstelling hebben gediend.

2.20.1 Onder verwijzing naar hetgeen zij daaromtrent in eerste aanleg heeft aangevoerd verklaart ABN AMRO de prijsstelling als volgt. Eerst wordt op basis van een vergelijking met andere, wel beursgenoteerde vennootschappen met een vergelijkbare activiteit bepaald welke waarde de markt naar verwachting aan het te introduceren aandeel zal toekennen. Vervolgens wordt bij professionele marktpartijen de belangstelling voor het te introduceren aandeel getoetst op basis van een eerste indicatie van de bandbreedte. Daarna mogen partijen inschrijven op basis van de bandbreedte waarbij institutionele beleggers mogen aangeven hoeveel aandelen ze bij een bepaalde prijs willen afnemen. Daaruit komt een prijs die de markt bereid is te betalen op basis van in het prospectus vervatte gegevens. Bij World Online bleek uit de book building dat bij een prijs van € 43 per aandeel belangstelling bestond voor meer dan twintig maal het aantal beschikbare aandelen. Toch is de introductieprijs niet hoger vastgesteld ten einde het koersstijgingspotentieel dat in de markt aanwezig was te laten bestaan.

De beleggers zijn niet misleid. De prijs is in het definitief prospectus correct weergegeven en ten aanzien van de berekening speelt het niet. Evenmin is onrechtmatig jegens hen gehandeld door de introductieprijs vast te stellen op € 43 per aandeel. De waarde van een aandeel wordt nu eenmaal bepaald door vraag en aanbod en niet –zoals VEB meent- door de meest waarschijnlijke waarde van een onderneming. De resultante van vraag en aanbod is zo zorgvuldig mogelijk vastgesteld door een uitgebreide valuation en het book building-proces. ABN AMRO acht zich geenszins verplicht om de stukken aan de hand waarvan de prijs is bepaald in het geding te brengen.

2.20.2 World Online merkt op dat het definitieve prospectus geen andere mededeling bevat ten aanzien van de wijze van berekening van de introductieprijs dan de prijs zelf. Zij sluit zich voor het overige aan bij hetgeen

ABN AMRO opmerkt omtrent de wijze van de totstandkoming van de prijs.

2.20.3 Goldman Sachs voert het volgende aan. Zij stelt voorop dat uit het voorlopig en het definitief prospectus duidelijk blijkt dat bandbreedte en de introductieprijs niet overeenkomen met de boekwaarde van de onderneming van World Online, maar berust op beleggersbelangstelling en toekomst-verwachtingen. Op bladzijde 35 van het prospectus is het volgende duidelijk uiteengezet. De pro forma net tangible book value per aandeel World Online was per ultimo 1999 € 0,72 negatief. Deze boekwaarde zou bij een geschatte uitgifteprijs van € 39 per aandeel toenemen tot € 5,63 en kwam bij de uiteindelijke introductieprijs van € 43 per aandeel uit op € 6,26 per aandeel. De dilution to new investors bedroeg dus uiteindelijk € 36,74 per aandeel World Online.

De vaststelling van de introductieprijs is een benadering van de marktprijs. Beleggersbelangstelling voor vergelijkbare bedrijven, toekomstverwachtingen en het marktsentiment spelen daarbij een rol. Analisten hebben de onderneming van World Online zo goed mogelijk vergeleken met haar Europese en Amerikaanse peer group. Dat leidde tot een waardering van de onderneming van World Online op een bedrag van € 9 tot € 12 miljard. Daarna hebben analisten gesproken met institutionele beleggers om feedback te verzamelen omtrent de marktverwachtingen. Daarop is overeenstemming bereikt met World Online over een bandbreedte van € 35 tot € 43 per aandeel hetgeen overeenkomt met de hiervoor genoemde waardering van haar onderneming. De markt heeft zeer positief gereageerd op de bandbreedte. De belangstelling was aanzienlijk. In de book building-periode was de overtekening door institutionele beleggers eenentwintig maal het aantal beschikbare aandelen. De grijze markt toonde zelfs een waarde per aandeel van € 80 tot € 110 per aandeel. De introductieprijs van € 43 per aandeel is gezien de enorme overtekening, de marktontwikkeling van internetbedrijven en de prijsvorming in de grijze markt dan ook conservatief te noemen.

VEB heeft geen indicatie gegeven op grond waarvan de introductieprijs zodanig onjuist of onzorgvuldig is vastgesteld dat sprake is van misleiding. Er is daarom ook geen grond voor een rechterlijk bevel tot het in het geding brengen van stukken.

2.20.4 In rov 18 heeft de rechtbank weergegeven wat World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs hebben opgemerkt over de wijze van vaststelling van de introductieprijs. Volgens de rechtbank heeft VEB onvoldoende onderbouwd dat de introductieprijs onjuist of onzorgvuldig is vastgesteld. De tiende grief van VEB richt zich tegen die overweging. VEB stelt dat de introductieprijs te hoog was in verhouding tot de waarde van de onderneming van World Online. Zij heeft die stelling echter nauwelijks toegelicht. Voor zover VEB mocht bedoelen dat de boekwaarde van de onderneming van World Online ten tijde van de beursgang de introductieprijs niet rechtvaardigde is dat juist, maar dat is ook duidelijk uiteengezet op bladzijde 35 van het prospectus. De beleggers konden derhalve weten dat

berekend aan de hand van de boekwaarde van de onderneming van World Online, de waarde van een aandeel slechts € 6,26 was. De prijs van een aandeel wordt echter zoals World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs onweersproken hebben betoogd niet bepaald door de boekwaarde van de onderneming, maar door vraag en aanbod op de effectenmarkt, waarbij de boekwaarde een aanwijzing kan zijn. World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs hebben voorts uiteengezet dat zij getracht hebben de marktprijs van een aandeel World Online zo goed mogelijk te benaderen. VEB heeft daartegenover niets aangevoerd dat tot de conclusie kan leiden dat de wijze van waardering door World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs onjuist was, waarbij, zoals ook VEB een en ander maal heeft aangevoerd, vooral toekomstverwachtingen een rol speelden. Dat alles kon de beleggers bekend zijn uit het prospectus. Bovendien werden zij in perspublicaties gewaarschuwd voor de prijs van het aandeel World Online. Het hof noemt als voorbeeld de column van drs. P.P.F. de Vries, directeur van VEB, in het blad *Sp!ts* van 6 maart 2000, waarin De Vries opmerkt:

“(…) Op basis [van de abonneewaarde] zou World Online een waarde vertegenwoordigen van *f* 12 miljard. Op de verwachte introductieprijs van 43 euro per aandeel, ligt de totale waarde van het bedrijf echter op *f* 26 miljard, ruim twee keer zo hoog. Vanuit fundamenteel oogpunt lijkt het aandeel dus erg duur. (...) Op basis van de grijze handel is World Online dus *f* 52 miljard waard. Bovendien zijn er in de afgelopen weken 30.000 tot 40.000 World Online-abonnees bijgekomen die willen profiteren van de voorkeursbehandeling van World Online-klanten bij de toewijzing. Succes is dus verzekerd. Veel particulieren zullen zich daarom waarschijnlijk niet laten afschrikken door de hoge waardering en zullen inschrijven om bij de introductie een graantje mee te pikken. (...)”

Mede gelet op alles dat ten tijde van de beursgang bekend was of kon zijn bij de beleggers, heeft VEB nog immer onvoldoende onderbouwd dat de vaststelling van de introductieprijs niet juist is geschied of dat het prospectus ten aanzien van de prijs onvoldoende of onjuiste informatie heeft gegeven, laat staan dat de beleggers daardoor kunnen zijn misleid. De opvatting van VEB dat haar wederpartijen moeten aantonen dat de introductieprijs niet onjuist of onzorgvuldig is vastgesteld, vindt geen steun in het recht. De tiende grief faalt dus.

2.21 Zoals hiervoor onder 2.2.2 is vastgesteld heeft World Online na het bekendmaken van haar voorgenomen beursgang een tiental persberichten uitgegeven onder meer over samenwerking met bedrijven als Yack.com, Getronics, Endemol, Novartis, Microsoft, Telitel, lastminute.com, Ericsson en Cisco. Volgens VEB heeft World Online dat gedaan om de belangstelling voor het aandeel World Online aan te wakkeren en na de beursgang in stand te houden. Volgens de rechtbank (rov 19) kan dat ABN AMRO en Goldman Sachs niet worden verweten, en zijn de persberichten, op een uitzondering na, ook niet onjuist of misleidend. VEB richt zich met grief 11 tegen deze overweging.

2.21.1 De persberichten waar het om gaat houden kort samengevat het volgende in.

(i) Op 28 februari 2000 heeft World Online bekend gemaakt dat zij met het Amerikaanse bedrijf Yack.com een overeenkomst is aangegaan waardoor haar klanten toegang hebben tot de door Yack.com in stand gehouden:

“premier guide of regularly scheduled and on-demand live web events, including chats and streaming audio and video webcasts, providing them with the most up-to-the-minute information on the best of online programming”.

(ii) Op 2 maart 2000 heeft World Online een persbericht uitgegeven waarin zij bekend maakt dat World Online en Getronics intensief gaan samenwerken op het gebied van e business.

(iii) Op 3 maart 2000 heeft World Online bekend gemaakt te gaan samenwerken met Endemol in de ontwikkeling en exploitatie van nieuwe reality formats bestemd voor zowel televisie als online.

(iv) Op 7 maart 2000 heeft World Online een strategische alliantie met Novartis bekend gemaakt gericht op het opzetten van e business op het gebied van gezondheidszorg en voeding.

(v) Op 8 maart 2000 heeft World Online een persbericht uitgegeven dat inhoudt dat haar Zuidafrikaanse joint venture Vodacom World Online:

“plans to launch a portal and value added services for its Wireless Access Protocol (WAP) services, and intends using all South African joint venture’s knowledge and experience for the implementation of wireless Internet services throughout Europe.”

(vi) Op 13 maart 2000 heeft World Online in een persbericht bekend gemaakt dat zij met Microsoft een statement of intention heeft ondertekend voor brede samenwerking in landen als Nederland en België.

(vii) Op 17 maart 2000 (de dag van World Online’s beursgang) heeft World Online bekend gemaakt dat zij het Zweedse bedrijf Telitel heeft verworven, hetgeen haar in staat stelt snel haar klantenbestand in Zweden te vergroten en haar joint venture met Shell, 12Move, verder te ontwikkelen.

(viii) Op 20 maart 2000 heeft World Online een marketing partnership met lastminute.com bekend gemaakt waardoor abonnees van World Online last minute aanbiedingen krijgen terwijl World Online inkomsten zal verwerven uit advertenties en verkopen.

(ix) Op 21 maart 2000 heeft World Online bekend gemaakt dat zij een overeenkomst heeft gesloten met Ericsson voor het gebruik van het WAP-systeem van Ericsson voor diensten aan consumenten en zakelijke cliënten.

(x) Op 22 maart 2000 heeft World Online een persbericht uitgegeven waarin zij bekend maakt dat zij met Cisco Systems een strategische overeenkomst heeft gesloten op het gebied van ontwikkeling, levering en beheer van IP-diensten en datacommunicatie.

2.21.2 VEB licht de grief als volgt toe. Volgens VEB was niet alleen de inhoud van deze door World Online zelf uitgegeven persberichten –waardoor haar geen beroep toekomt op de exoneratieclausule opgenomen op

bladzijde 3 van het prospectus- onjuist, onvolledig en suggestief, maar heeft het grote aantal daarvan kort voor en vlak na de beursgang van World Online bijgedragen aan het misleidende karakter daarvan. De persberichten hadden tot doel de indruk te wekken dat World Online een dynamische onderneming is, dat World Online grote transacties aangaat die van belang zijn voor haar onderneming, dat vooraanstaande bedrijven graag met World Online willen samenwerken, en dat World Online inhoud geeft aan groeiplannen die van eminent belang zijn voor een internetonderneming, teneinde de belangstelling voor het aandeel World Online aan te wakkeren en de introductieprijs op te drijven. VEB wijst erop dat World Online in de periode maart 1998 tot november 2000 gemiddeld 1,24 persberichten per maand heeft uitgegeven maar dat maart 2000, de maand van de beursgang, met 12 persberichten daar ver bovenuit steekt. Volgens VEB heeft [A] de marketing chefs van World Online opdracht gegeven om gedurende de periode van de beursgang dagelijks belangrijk nieuws over een overeenkomst te publiceren. De inhoud van voornoemde persberichten was veelal onjuist en bovendien in strijd met het quiet period-beginsel, zo voert VEB aan in navolging van de journalisten J. Carreyrou en N.E. Boudette die een artikel hebben gepubliceerd in The Wall Street Journal van 17 april 2000 over de beursgang van World Online. In het artikel wordt onder meer opgemerkt:

“Five of the 11 deals [World Online] announced before and immediately after its IPO involved well-known Dutch, Swiss and U.S. companies, giving the four-year-old ISP extra cachet just as some investors were pondering whether to subscribe to its offering. Yet, a closer look at some of these deals shows that there isn't much to them.”

2.21.3 World Online voert het volgende aan. Zij roept in herinnering dat voormeld artikel eerst een maand na de beursgang verscheen toen de omstandigheden aanmerkelijk gewijzigd waren; [A] was afgetreden als bestuursvoorzitter en Nasdaq was 37 % gedaald sedert het hoogste punt op 10 maart 2000. Uit het artikel blijkt ook niet dat de persberichten onjuist of misleidend waren.

VEB miskent volgens World Online dat het grote aantal persberichten te verklaren is uit de omstandigheid dat World Online, anders dan toen zij haar onderneming nog dreef in de vorm van een besloten vennootschap, door haar beursgang gehouden was koersgevoelige informatie openbaar te maken. Na de koersval was World Online uit de gratie en wensten andere bedrijven niet langer met World Online te worden geassocieerd. Bovendien zijn slechts zes van de persberichten van voor de beursgang, de andere zijn erna uitgegeven en kunnen derhalve de beslissing van de beleggers niet hebben beïnvloed.

2.21.4 ABN AMRO voert het volgende aan. Zowel in het prospectus, als op de website van World Online, als in de advertenties betreffende de beursgang is er steeds op gewezen dat beleggers hun beslissing uitsluitend dienden te baseren op het prospectus. Op bladzijde 3 van het prospectus staat immers:

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

ABN AMRO komt een beroep toe op die mededeling en heeft daar ook belang bij, omdat ten tijde van een beursgang een stroom van berichten op gang kan komen niet alleen van de uitgevende instelling maar ook van derden.

De verwijten van VEB treffen bovendien geen doel, omdat bijna de helft van de berichten dateert van na de beursgang, voor welke berichten ABN AMRO geen verantwoordelijkheid meer draagt, terwijl VEB ten aanzien van geen van de berichten stelt dat het onjuist of misleidend is. De enkele omstandigheid dat World Online kort voor de beursgang zegge en schrijve zes persberichten heeft uitgegeven vormde voor ABN AMRO geen reden om in te grijpen.

2.21.5 Goldman Sachs wijst erop dat zij de bedoelde berichten niet heeft doen uitgaan, dat zij daar ook anderszins niet bij betrokken was en evenmin World Online heeft gemachtigd deze uit te geven. Het voorbehoud dat op bladzijde 3 van het prospectus is opgenomen is geen exoneratieclausule, maar een waarschuwing van de uitgevende instelling en de banken, die zich overigens niet leent voor vernietiging op grond van art. 6:233 BW omdat het hier niet gaat om contractuele aansprakelijkheid. Goldman Sachs bestrijdt dat meergenoemde persberichten doorslaggevende invloed hebben gehad op de beslissing van de beleggers. Bovendien heeft VEB op geen enkele wijze onderbouwd dat deze berichten onjuist, suggestief of verhullend waren. Dat zij de weergave bevatten van vrijblijvende allianties die weinig om het lijf hadden en de frequentie van die berichten in maart 2000 hoog was, maakt dat niet anders. Bovendien bracht de positie van Goldman Sachs als joint global coordinator en joint lead manager niet mee dat zij deze berichten diende te corrigeren.

2.21.6 Op 24 november 2000 (derhalve ruim na de beursgang van World Online) is Euronext Mededeling 2000-167 gepubliceerd inhoudende Voorwaarden met betrekking tot initial public offerings (IPO). Deze Mededeling is het gevolg van evaluatie in april-juni 2000 naar aanleiding van ervaringen met IPO's waaronder, naar het hof aanneemt, ook de beursgang van World Online. Dat heeft geleid tot aanscherping van de toepassing van normen die zijn neergelegd in het Fondsenreglement. In § 4 van deze Mededeling is verwoord dat een uitgevende instelling een stille periode in acht moet nemen en derhalve geen reclame mag maken gericht op de IPO vanaf het tijdstip van uitgave van de publicatie waarmee het (voorlopig) prospectus algemeen verkrijgbaar wordt gesteld. Voordien bestond er geen vergelijkbaar verbod in Nederland maar wel in de Verenigde Staten, zo blijkt onweersproken uit voormelde publicatie in The Wall Street Journal.

De omstandigheid dat Mededeling 2000-167 nog niet was uitgegeven neemt niet weg dat van World Online reeds in februari/maart 2000 verwacht mocht worden dat zij de publiciteit rond haar beursgang terughoudend

zou organiseren. Dat klemte te meer nu zij bij die beursgang werd begeleid door ABN AMRO en Goldman Sachs, die moeten worden aangemerkt als ervaren banken die ongetwijfeld op de hoogte zullen zijn geweest van de in de Verenigde Staten wel verlangde quiet period en de ratio daarvan.

Die terughoudendheid heeft World Online niet betracht. Onbestreden is immers dat [A] opdracht heeft gegeven aan marketing managers van World Online om in de periode van de beursgang, zo mogelijk dagelijks, nieuws over World Online te publiceren, klaarblijkelijk om het aandeel World Online in de publieke belangstelling te houden. Nu de onder 2.11.2 aangehaalde persberichten alle gingen over allianties van World Online met andere, belangrijke bedrijven en van deze aangekondigde allianties er vrijwel geen was die enige werkelijke substantie had het hof verwijst naar de opmerkingen daarover in het artikel in The Wall Street Journal die niet voldoende zijn bestreden- kan het handelen van World Online als niet anders dan onzorgvuldig jegens de beleggers worden gekwalificeerd. Nu het hier niet ging om daadwerkelijke allianties kan ook niet gezegd worden dat het ging om zodanig koersgevoelige informatie dat World Online gehouden was deze te publiceren, met uitzondering wellicht van het bericht van 17 maart 2000 betreffende Telitel, maar daarvan is al vastgesteld dat die mededeling niet juist was.

Een gelijk verwijt treft ABN AMRO en Goldman Sachs, omdat zij als bij uitstek deskundigen World Online zodanig hadden dienen te begeleiden dat deze zich terughoudender had opgesteld. Een beroep op de waarschuwing op bladzijde 3 van het prospectus aan beleggers om alleen af te gaan op mededelingen in het prospectus, gaat in dit geval niet alleen niet op maar is ook niet doeltreffend omdat het hier steeds gaat om mededelingen die van de uitgevende instelling zelf, een van de ondertekenaars van het prospectus, afkomstig waren.

Ten aanzien van de berichten die na 17 maart 2000 zijn verschenen, is 's hofs oordeel niet anders, omdat ook deze kennelijk bedoeld waren om het aandeel World Online in de belangstelling te houden en derhalve van invloed kunnen zijn geweest op de beslissing van beleggers die geen aandelen uit de emissie hadden verkregen, maar deze kort daarna hebben gekocht.

In zoverre is de elfde grief dus doeltreffend.

2.22 Met grief 12 richt VEB zich tegen rov 21 van de rechtbank –kort gezegd- inhoudend dat VEB onvoldoende duidelijk heeft gemaakt dat het door [A] op 1 maart 2000 genoemde aantal van 700 miljoen belminuten dusdanig onjuist was dat deze uitlating World Online als onzorgvuldig of anderszins onrechtmatig kan worden verweten.

2.22.1 VEB voert het volgende aan. Zij stelt dat aan de zijde van World Online een aantal misleidende mededelingen is gedaan omtrent de omvang en winstgevendheid van haar onderneming.

Om te beginnen heeft [A] op 1 maart 2000 in NRC Handelsblad gezegd dat World Online maandelijks 700 miljoen minuten telefoonverkeer genereerde die vijf

cent per belminuut zou opleveren. In het prospectus is op de bladzijden 5 en 62 opgegeven dat World Online in december 1999 397 miljoen belminuten heeft genereerd. Telinco, sedert januari 2000 een Engelse dochteronderneming van World Online, genereerde nog eens 150 miljoen belminuten, zodat [A] 150 miljoen belminuten teveel heeft opgegeven. Het belverkeer leverde bovendien veel minder op dan de door [A] genoemde vijf cent per belminuut. World Online kon, zo blijkt uit hetgeen H. Rood van marktonderzoekbureau Stratix daarover heeft gezegd, voor elke minuut slechts één cent incasseren. De jaarlijkse inkomststroom van World Online bedroeg dus niet 400 tot 500 miljoen gulden, maar slechts 50 tot 65 miljoen gulden. Verder is van de zijde van World Online op de persconferentie op 1 maart 2000 gezegd dat zij in Nederland groter is dan KPN. Dat is niet juist. Per ultimo december 1999 had World Online 626.600 abonnees tegenover 907.000 abonnees van KPN. Dat was op het moment van de beursintroductie niet anders, KPN meldde toen haar miljoenste abonnee te hebben ingeschreven, terwijl World Online sprak over ruim een half miljoen.

Volgens VEB zijn naast World Online ook ABN AMRO en Goldman Sachs voor die uitspraken verantwoordelijk voor zover deze betrekking hebben op de beursintroductie.

2.22.2 World Online voert het volgende aan. De berekening van VEB van het aantal belminuten ten tijde van de beursgang is niet volledig. VEB maakt er geen melding van dat de dochtervennootschappen UU-net en Localtel die World Online na december 1999 heeft verworven, goed waren voor respectievelijk 20 miljoen en 150 miljoen belminuten. Het totaal is derhalve meer dan de door [A] genoemde 700 miljoen belminuten.

Ook het door [A] genoemde winstbedrag van 400 tot 500 miljoen gulden was niet onjuist, omdat zij sprak over de mogelijkheden van een telecommunicatiebedrijf en dat was World Online op dat moment (nog) niet.

World Online betwist dat tijdens de persconferentie van 1 maart 2000 van haar zijde is gezegd dat zij groter was dan KPN. In het prospectus is (bladzijde 71) niet meer gezegd dan: "we believe that we are the leading full-service internet company in the Netherlands". Daaruit blijkt geen hard gegeven maar een beredeneerde mening van World Online.

2.22.3 ABN AMRO merkt allereerst op dat de twaalfde grief niet tegen haar is gericht. Uit de toelichting blijkt echter dat VEB ook ABN AMRO aansprakelijk houdt voor de mededelingen van [A]. ABN AMRO doet ter afwering daarvan wederom een beroep op de hiervoor onder 2.21.4 aangehaalde waarschuwing.

2.22.4 Goldman Sachs voert het volgende aan. Evenals World Online wijst Goldman Sachs er op dat de berekening van VEB van het aantal belminuten niet klopt. Verder voert ook Goldman Sachs aan dat [A] sprak over een telecommunicatiebedrijf waarvoor belminuten pure winst waren, terwijl World Online toentertijd geen telecommunicatiebedrijf was. Niet juist is dat World Online gezegd heeft dat zij groter was dan KPN, zij

heeft slechts een voorzichtig geformuleerde mening “we believe” gegeven die niet alleen op het aantal abonnees gebaseerd was. De uitspraken van [A] dateren van 1 maart 2000, waarna op 3 maart 2000 het prospectus is verschenen, waaruit blijkt wat juist was.

2.22.5 De berekening die World Online heeft gegeven ter onderbouwing van het door [A] genoemde aantal van 700 miljoen abonnees, is door VEB niet meer, althans niet voldoende bestreden. De juistheid van de berekening staat derhalve tussen partijen vast.

Voorts heeft VEB onvoldoende onderbouwd dat de door [A] gegeven winstcijfers, binnen de door World Online en Goldman Sachs gegeven context en tegenover de door VEB zelf op een schatting van Stratix gebaseerde maar niet onderbouwde cijfers, zodanig onjuist zijn dat deze misleidend genoemd moeten worden. Ten slotte heeft VEB niet gesteld wie de in Trouw van 3 maart 2000 genoemde uitspraak dat World Online groter is dan KPN welke uitspraak World Online betwist heeft gedaan. Nu in dat zelfde artikel wordt aangehaald “met ruim een half miljoen zitten we (het hof neemt aan: World Online) zeker boven KPN-dochter Planet Internet”, waaruit volgt dat World Online niet gezegd heeft groter te zijn dan KPN als geheel, en VEB geen bewijs van de door haar gestelde uitspraak heeft aangeboden, moet het hof aannemen dat deze niet gedaan is.

In zoverre faalt de twaalfde grief dus wegens gebrek aan feitelijke onderbouwing. De vraag of ABN AMRO en Goldman Sachs aansprakelijk kunnen worden gehouden voor de gestelde uitspraken, kan dan onbesproken blijven.

2.23 Met grief 15 in de zaak met het rolnummer 1066/04 klaagt VEB erover dat de rechtbank heeft nagelaten haar in eerste aanleg –summier- ontwikkelde stelling te beoordelen dat de aankoop van ABN AMRO op 17 maart 2000 van 7,7 miljoen aandelen World Online onrechtmatig is.

2.23.1 Tussen VEB enerzijds en ABN AMRO en Goldman Sachs anderzijds staat omtrent deze aankoop het volgende vast.

Voor de opening van de handel in aandelen World Online op 17 maart 2000 heeft de hoekman een indicatiequote van € 50,- voor een aandeel afgegeven. Kort voor opening bedroeg het aanbod 4.458.258 aandelen (veelal bestens orders) terwijl de vraag 552.276 aandelen bedroeg. ABN AMRO heeft aan de hoekman aangegeven het volledige aanbod tegen een koers van € 50,20 te zullen opkopen. De hoekman heeft daarop de openingskoers van een aandeel World Online bepaald op € 50,20. In de loop van de handelsdag bleef het aanbod groot. ABN AMRO heeft toen nog meer aandelen gekocht. Aan het eind van de handel op 17 maart 2000 had ABN AMRO 7.771.944 aandelen World Online gekocht tegen een gemiddelde koers van € 48,97. Op 20 maart 2000 bleek er geen eenstemmigheid te bestaan tussen ABN AMRO en Goldman Sachs over de vraag of ABN AMRO voormelde aankopen voor rekening van het syndicaat had gedaan. Goldman Sachs heeft aanvankelijk niet ingestemd met de overboeking van de door ABN AMRO gekochte aandelen naar het stabili-

satieboek. ABN AMRO en Goldman Sachs hebben daarna een schikking getroffen welke inhield dat 5 miljoen aandelen zijn overgeboekt naar het stabilisatieboek tegen een vergoeding € 37,50 (de slotkoers van 20 maart 2000) per aandeel vermeerderd met een bedrag van € 12 miljoen ten laste van het stabilisatieboek.

2.23.2 VEB betoogt als volgt. ABN AMRO heeft wilens en wetens de schijn heeft gewekt dat er veel vraag was naar het aandeel World Online door zelf een openingskoers te creëren die € 7,20 boven de introductieprijs lag.

VEB wijst op een uitspraak van de rechtbank te Rotterdam van 30 september 2003 (LJN: AN7797) waarin de rechtbank, kort gezegd, heeft overwogen dat ABN AMRO door een openingskoers aanzienlijk boven de emissiekoers te bewerkstelligen de suggestie van een vraagoverschot heeft gewekt terwijl er eigenlijk een aanbodverschot was. Het College van Beroep voor het bedrijfsleven heeft deze uitspraak op 28 juli 2005 bevestigd (LJN: AU1360).

Volgens VEB liet ABN AMRO zich leiden door eigen belang. Zij was bang haar kostbare reputatie als emissiebank te verliezen. Voor de beleggers die op 17 maart 2000 of in de periode daarna tot en met 3 april 2000 aandelen World Online hebben gekocht alsmede voor de beleggers die door inschrijving aandelen hadden verworven en deze door de misleiding op 17 maart 2000 niet tijdig hebben verkocht, heeft de door ABN AMRO gecreëerde schijn tot schade geleid. De rechtbank had dienen te oordelen dat deze koersmanipulatie door ABN AMRO onrechtmatig was, en dat Goldman Sachs onrechtmatig heeft gehandeld door met ABN AMRO een schikking te treffen waardoor de transactie van ABN AMRO alsnog voor rekening van het syndicaat kwam.

2.23.3 Naar de kern genomen komt het verweer van ABN AMRO tegen het verwijt van VEB dat ABN AMRO op 17 maart 2000 de openingskoers van het aandeel World Online heeft gemanipuleerd, op het volgende neer.

Bij beursintroducties schommelt de koers van de geïntroduceerde fondsen vaak sterk kort na opening van de handel. Daarom is aanvaardbaar dat de begeleidende banken transacties verrichten om de koers van de net geïntroduceerde effecten te stabiliseren. Dat door deze transacties een andere koers ontstaat dan zonder stabilisatie, is juist. Dat creëert geen misleidende voorstelling van zaken maar is bedoeld om de op dat moment onvolkomen marktwerking te corrigeren opdat een prijs tot stand komt die in overeenstemming is met het marktsentiment. De openingskoers van € 50,20 was een juiste koers, omdat deze overeenstemde met de afgegeven gelimiteerde orders, terwijl uit het grote aantal bestens verkooporders met name van beleggers die aandelen hadden verkregen uit de introductie voor € 43,- per aandeel, niet zonder meer kan worden afgeleid dat deze aandeelhouders inderdaad de bedoeling hadden tegen iedere prijs te verkopen. De openingskoers moet ook worden gezien in het licht van de omstandigheid dat kort voor de introductie de grijze koers van een aandeel World Online was opgelopen tot € 120,-. Bo-

vendien waren er veel “knakenjagers” in de markt, dat zijn beleggers die de aandelen die zij uit inschrijving hebben verkregen direct bij de opening van de handel verkopen om te kunnen profiteren van een (mogelijke) scherpe koersstijging van een aandeel, zoals die zich bij beursintroducties van een aantal internetfondsen had voorgedaan. Het is de taak van het syndicaat om deze tijdelijke marktinstabiliteit te compenseren. Het optreden van ABN AMRO voldeed aan de vereisten van bijlage 6 bij de Nadere Regeling toezicht effectenverkeer 1999 (NR) zodat haar een beroep op art. 32 lid 3 NR –de safe harbour toekomt.

Volgens ABN AMRO is art. 32 NR overigens onverbindend. De Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE) –de voorganger van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) ontleende haar bevoegdheid tot regelgeving aan de Wet toezicht effectenverkeer (Wte) en met name aan art. 11 van die wet. Dat laatste artikel ziet op regels tot het verstrekken van informatie en geeft niet de bevoegdheid tot het opleggen van een verbod, zodat art. 32 NR onverbindend is.

Verder acht ABN AMRO van belang dat mede door de schikking van ABN AMRO met Goldman Sachs de stabilisatie uiteindelijk ten laste van het syndicaat is gekomen. ABN AMRO merkt daarbij op, onder verwijzing naar art. 5.2.2 van het Reglement voor de Effectenhandel dat is vastgesteld door de Amsterdam Exchanges (AEX) en de toelichting daarop bij brief van 20 augustus 2003 van P.J.D. Benschop, Directeur Compliance & Investigation van Euronext (de opvolger van AEX) dat niet vereist is dat alle leden van het syndicaat gelijkelijk meedragen aan de kosten van koersstabilisatie. Aan de vereisten is volgens ABN AMRO ook voldaan als slechts een van de syndicaatsleden de kosten draagt. ABN AMRO komt tot de conclusie dat zij door de openingskoers te stabiliseren niet onrechtmatig heeft gehandeld jegens de beleggers.

2.23.4 Goldman Sachs merkt op dat de door VEB gestelde feiten alleen ABN AMRO regarderen, behoudens waar VEB haar verwijt dat zij door met ABN AMRO vorenbedoelde schikking te treffen onrechtmatig jegens de beleggers heeft gehandeld. Goldman Sachs bestrijdt dat. Zij is niet betrokken geweest bij de door VEB gestelde koersmanipulatie op 17 maart 2000 en de nadien door Goldman Sachs met ABN AMRO getroffen schikking heeft geen invloed gehad op de openingskoers van het aandeel World Online, aldus Goldman Sachs.

2.23.5 Het hof neemt tot uitgangspunt dat koersmanipulatie niet is toegestaan, maar dat deze regel een uitzondering kent in het geval een syndicaat voor zijn rekening maatregelen treft gericht op een stabiele prijsvorming met het oog op het in stand houden van de adequate functionering van de effectenmarkt ten behoeve van beleggers en de uitgevende instelling. Voldoende aannemelijk is geworden dat de markt voor aandelen World Online ten tijde van de introductie op de beurs op 17 maart 2000 onevenwichtig was door een groot aantal (bestens) verkooporders tegenover een betrekkelijk gering aantal kooporders. Dat was derhalve een situatie waarin stabilisatie noodzakelijk was en ook

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

2.24 Grief 1, grief I voor zover nog niet hiervoor besproken, de incidentele grief 13 in de zaak met het rolnummer 1055/04 en grief 14 in de zaak met het rolnummer 1066/04 lenen zich voor gezamenlijke behandeling, omdat zij alle betreffen het al dan niet misleidende karakter van de van de zijde van World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs gedane onjuiste en/of onvolledige mededelingen.

2.24.1 Het gaat om, gelet op hetgeen dienaangaande is overwogen, de volgende mededelingen, waarbij het hof verwijst naar zijn desbetreffende rechtsoverweging die tot het oordeel dat een mededeling onvolledig of onjuist is heeft geleid.

(2.10.4) In het prospectus is onvolledige informatie over de loopbaan van [A] opgenomen.

(2.13.10) World Online heeft onvoldoende inzicht gegeven in de verkoop door [A] van de Kalexer-aandelen, en World Online alsmede (2.14.4) ABN AMRO en Goldman Sachs hebben onvoldoende getracht het beeld dat in de media is ontstaan ten aanzien van het aandelenbezit van [A] te corrigeren.

(2.17.6) Het definitief prospectus is onjuist ten aanzien van de mededeling dat World Online Telitel had verworven.

(2.19.6) Het prospectus is onvolledig omdat niet is vermeld dat [D] zijn opties verkreeg omdat hij World Online althans [A] heeft geadviseerd in een periode ruim voor de beursgang van World Online.

(2.21.6) De persberichten omtrent allianties met andere bedrijven waren louter bedoeld World Online ten tijde van de beursgang in het nieuws te houden, terwijl gebleken is dat deze allianties iedere substantie misten of onjuist waren omschreven zoals in het geval van Telitel.

2.24.2 Deze mededelingen betreffen de aandelen World Online. Zoals hiervoor onder 2.13.6 opgemerkt zijn

aandelen goederen die door World Online in de uitoefening van haar bedrijf aan beleggers zijn aangeboden, terwijl ABN AMRO en Goldman Sachs als joint global coordinators, joint lead managers en joint bookrunners daarbij ten behoeve van World Online hebben gehandeld. De mededelingen richtten zich op een breed publiek en niet louter op effectenhandelaren. Voor de vraag of sprake is van misleiding is dan van belang of een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger door de onder 2.24.1 genoemde mededelingen misleid is bij het nemen van zijn beslissing tot inschrijving op aandelen World Online of tot aankoop van aandelen World Online in de periode tot 3 april 2000.

Naar het oordeel van het hof is dat het geval ten aanzien van de loopbaan van [A], het aandelenbezit van [A], de zeggenschap over Telitel en de meergenoemde persberichten. Niet aannemelijk is dat de beleggers zijn misleid door de onvolledige mededeling omtrent [D], omdat de aan hem toegekende opties juist zijn vermeld in het prospectus en niet valt in te zien dat de beleggers een andere beleggings-beslissing hadden genomen indien zij ervan op de hoogte waren geweest dat [D] deze opties heeft verkregen voor zijn adviezen aan [A].

2.24.3 Door de onduidelijkheid die [A] heeft gecreëerd omtrent haar aandelenbezit in World Online ten tijde van de beursgang, hetgeen aan World Online is toe te rekenen en waartegen ABN AMRO en Goldman Sachs als begeleiders van die beursgang onvoldoende zijn opgetreden, door onvolledige informatie over de loopbaan van [A] in het prospectus op te nemen, door Telitel als dochtervennootschap in het definitief prospectus te vermelden terwijl deze niet tot het World Online-concern mocht worden gerekend, en doordat World Online een aantal suggestieve persberichten heeft uitgegeven waartegen ABN AMRO en Goldman Sachs evenmin zijn opgetreden, hebben World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs een meer optimistisch beeld gecreëerd van de waarde en de toekomstverwachtingen van de onderneming van World Online dan gerechtvaardigd was. De beleggers die daarop zijn afgegaan zijn derhalve in zoverre misleid en World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs hebben dan ook in zoverre onrechtmatig gehandeld jegens de beleggers. Het vonnis waarvan beroep kan dus niet in stand blijven voor zover dit is geweest tussen VEB enerzijds en World Online –de in het vonnis tegen World Online gegeven verklaring voor recht is te beperkt, ABN AMRO en Goldman Sachs anderzijds.

2.25 Met grief O bepleit World Online dat dit arrest niet uitvoerbaar bij voorraad zal worden verklaard. World Online heeft geen belang bij die grief. Een verklaring voor recht zoals door VEB gevorderd leent zich immers niet voor uitvoerbaar bij voorraadverklaring terwijl de Stichting niet in haar vorderingen kan worden ontvangen. World Online heeft geen bezwaar gemaakt tegen de uitvoerbaar bij voorraadverklaring van de kostenveroordelingen, zodat deze kunnen worden uitgesproken als hierna te doen.

2.26 De overige grieven behoeven in het licht van het voorgaande geen bespreking meer.

Het hof ziet geen aanleiding tot nader onderzoek in deze zaak door deskundigen over de onderwerpen die zich met name volgens VEB voor zulk onderzoek lenen. Het hof passeert het bewijsaanbod van ieder van partijen als niet terzakedoend, omdat –ook als zij de door hen gestelde feiten en/of omstandigheden bewijzen- dit niet tot een andere uitkomst noopt.

3. Slotsom en kosten

Gelet op al hetgeen ten aanzien van de grieven in de beide zaken is overwogen zal het hof het vonnis waarvan beroep vernietigen voor zover tussen de Stichting en World Online gewezen en de Stichting alsnog niet-ontvankelijk verklaren, en bekrachtigen voor zover tussen de Stichting en ABN AMRO en Goldman Sachs gewezen, en voorts vernietigen voor zover tussen VEB en World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs gewezen en alsnog voor recht verklaren als hierna te doen. Het hof zal een oordeel omtrent de proceskosten uitspreken als hierna te doen.

4. Beslissing

Het hof:

in de zaak met het rolnummer 1055/04 in principaal beroep:

4.1 vernietigt het vonnis waarvan beroep voor zover tussen de Stichting en World Online gewezen;

en in zoverre opnieuw rechtdoende:

4.2 verklaart de Stichting alsnog niet-ontvankelijk in haar vorderingen;

4.3 verwijst de Stichting in de proceskosten en begroot die kosten voor zover tot heden aan de kant van World Online gevallen, op € 1.741,51 voor de eerste aanleg en op € 288,- voor verschotten en op € 2.682,- voor salaris van de procureur in hoger beroep;

4.4 verwerpt het principaal beroep voor het overige;

4.5 verwijst World Online in de proceskosten van het hoger beroep tegen VEB en begroot die kosten voor zover tot heden aan de kant van VEB gevallen, op € 288,- voor verschotten en op € 2.682,- voor salaris van de procureur;

in de zaak met het rolnummer 1055/04 in incidenteel beroep:

4.6 bekrachtigt het vonnis waarvan beroep voor zover tussen VEB en World Online gewezen wat betreft de beslissing over de kosten, en vernietigt dat vonnis voor het overige;

en in zoverre opnieuw rechtdoende:

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

4.8 verwijst World Online in de proceskosten van het hoger beroep en begroot die kosten voor zover tot heden aan de kant van VEB gevallen, op € 2.682,- voor salaris van de procureur;

in de zaak met het rolnummer 1055/04 in het incident:

4.9 bepaalt dat iedere partij de eigen kosten draagt;

in de zaak met het rolnummer 1066/04:

4.10 bekrachtigt het vonnis waarvan beroep voor zover tussen de Stichting enerzijds en ABN AMRO en Goldman Sachs anderzijds geweest;

4.11 verwijst de Stichting in de proceskosten van het hoger beroep en begroot die kosten voor zover tot heden aan de kant van ABN AMRO en Goldman Sachs gevallen, ieder op € 288,- voor verschotten en op € 2.682,- voor salaris van de procureur;

4.12 vernietigt het vonnis waarvan beroep voor zover tussen VEB enerzijds en ABN AMRO en Goldman Sachs anderzijds geweest;

en in zoverre opnieuw rechtdoende:

4.13 verklaart voor recht dat ABN AMRO en Goldman Sachs onrechtmatig hebben gehandeld tegenover de beleggers in aandelen World Online die op de beursintroductie hebben ingeschreven dan wel na de beursintroductie, uiterlijk op 3 april 2000, aandelen World Online hebben gekocht, door een te optimistisch beeld te scheppen en te laten bestaan ten aanzien van de waarde en de toekomstverwachting van de onderneming van World Online op de wijze als bedoeld in rov 2.24.3;

4.14 verwijst ABN AMRO en Goldman Sachs in de proceskosten (naast World Online wat betreft de eerste aanleg) en begroot die kosten voor zover tot heden aan de kant van VEB gevallen, op € 1.831,51 voor de eerste aanleg alsmede op € 288,- voor verschotten en op € 2.682,- voor salaris van de procureur in hoger beroep; in beide zaken:

4.15 verklaart de kostenveroordelingen uitvoerbaar bij voorraad;

4.16 wijst het meer of anders gevorderde af.
