

PDF hosted at the Radboud Repository of the Radboud University Nijmegen

The following full text is a publisher's version.

For additional information about this publication click this link.

<http://hdl.handle.net/2066/78687>

Please be advised that this information was generated on 2019-11-22 and may be subject to change.

TamTam

BEANTWOORDING RECHTSVRAAG (326) BANK- EN EFFECTENRECHT

*Mr. D. Busch en mr. T.G.A. Alferink**

VRAAG

Op vrijdag 30 september 2005 gaat TamTam N.V. (in navolging van één van haar concurrenten) onder grote belangstelling van de media 'naar de beurs'. Op die dag krijgt TamTam N.V. een notering op Euronext Amsterdam, segment Eurolist by Euronext (de voormalige Officiële Markt) en bieden de vijf oprichters (die elk 20% van de uitstaande aandelen van TamTam N.V. in handen hebben) elk 10% van de uitstaande aandelen te koop aan door middel van een initial public offering ('IPO'). De vijf oprichters hebben allemaal zitting in de Raad van Bestuur van TamTam N.V. Op de aandelen wordt door vele binnen- en buitenlandse (professionele en niet-professionele) beleggers ingeschreven. Uiteindelijk is er vijf keer meer vraag dan er aanbod is. Als gevolg hiervan wordt het aandeel tegen een introductiekoers geplaatst die bovenin de bandbreedte van EUR 40-50 ligt, te weten EUR 49 per aandeel.

Bij het nemen van hun beleggingsbeslissing hebben de beleggers zich gebaseerd op een prospectus dat door de Stichting Autoriteit Financiële markten ('AFM') is goedgekeurd. Een gerenommeerde internationale zakenbank – Golden Mountains (Europe) Ltd – heeft als 'lead manager' de plaatsing van de aandelen begeleid. TamTam N.V. heeft volgens het prospectus een viertal goedlopende dochtermaatschappijen, die alle vier zijn meegenomen in de geconsolideerde jaarrekeningen van TamTam N.V. over 2002, 2003 en 2004. Deze jaarrekeningen zijn opgenomen in het prospectus. De jaarrekeningen zijn allemaal voorzien van een goedkeurende verklaring van Feestnummers N.V., de accountant van TamTam N.V.

In het prospectus valt onder het kopje 'Important Information' het volgende te lezen:

'TamTam N.V. accepts responsibility for the information contained in this prospectus. To the best of our knowledge and belief, having taken all reasonable care to ensure that such is the case, the information contained in this prospectus is in accordance with the facts and contains no omission likely to affect its import. Potential investors should not assume that the information in this prospectus is accurate as of any other date than the date of this prospectus.'

Niet lang na de beursintroductie begint de koers van het aandeel TamTam N.V. enigszins te dalen. Op vrijdag 25 november 2005 bedraagt de slotkoers van het aandeel EUR 45. Op maandagochtend 28 november 2005 verschijnt er een artikel in De Telegraaf dat TamTam N.V. gedurende de

jaren 2002, 2003 en 2004 een vijfde, zeer verlieslatende dochter ten onrechte niet heeft meegeconsolideerd. Van deze vijfde dochter wordt in het geheel geen melding gemaakt in het prospectus. De slotkoers van het aandeel TamTam N.V. bedraagt op 28 november 2005 EUR 40. Op dinsdagochtend 29 november 2005 wordt dit bericht bevestigd door de CEO van TamTam N.V. De slotkoers van het aandeel bedraagt op 29 november 2005 EUR 20. Op donderdag 15 december 2005 wordt TamTam N.V. als gevolg van de grote financiële problemen bij de vijfde, niet meegeconsolideerde, dochter in staat van faillissement verklaard. De waarde van het aandeel daalt tot nihil. Niet lang daarna wordt een strafrechtelijk onderzoek gestart tegen de vijf bestuurders/aandeelhouders.

U bent een gedupeerde belegger en wenst de verantwoordelijke (rechts)personen in rechte te betrekken om schadevergoeding te vorderen.

Vragen:

- 1 Welke partijen zou u allemaal kunnen aanspreken?
- 2 Op welke basis zou u dat kunnen doen?
- 3 Hoe beoordeelt u de kans van slagen van elk van deze vorderingen en waarom?
- 4 Welke schade komt voor vergoeding in aanmerking?

ANTWOORD

1 Inleiding

Stefan Winkel (tweedejaars UU), Erik Bijkerk en Pieter Vermeulen (beide eerstejaars OU) hebben de moeite genomen deze rechtsvraag te beantwoorden. De drie inzenders bevinden zich allemaal in het beginstadium van hun studie, terwijl prospectusaansprakelijkheid – het onderwerp van deze casus – algemeen wordt gezien als een ingewikkeld leerstuk. Hun inzendingen verdienen reeds daarom alle lof.

2 Welke partijen kunt u allemaal aanspreken?

Een gedupeerde belegger zou de volgende partijen aan kunnen spreken: (i) de vijf aandeelhouders/bestuurders van TamTam N.V.; (ii) TamTam N.V.; (iii) de lead manager; (iv) de accountant die de jaarrekeningen 2002, 2003 en 2004 heeft voorzien van een goedkeurende verklaring; en (v) de AFM.

* Danny Busch en Tim Alferink zijn beiden advocaat bij De Brauw Blackstone Westbroek N.V. Danny Busch is tevens als

honorair hoofddocent verbonden aan het Molengraaff Instituut voor Privaatrecht te Utrecht.

3 Op welke basis zou u dat kunnen doen?

3.1 De vijf aandeelhouders/bestuurders

3.1.1 Artikel 2:139 BW (aansprakelijkheid voor jaarrekening)

Een beroep op artikel 2:139 BW (aansprakelijkheid voor jaarrekening) ligt jegens de vijf aandeelhouders/bestuurders het meest voor de hand. Buiten kijf staat dat de jaarrekeningen over 2002, 2003 en 2004 een misleidende voorstelling geven van de toestand van TamTam N.V. Hierdoor hebben beleggers in het aandeel TamTam schade geleden. De vraag rijst of onder 'derden' als bedoeld in artikel 2:139 BW ook aandeelhouders kunnen worden begrepen. In de literatuur wordt deze vraag in elk geval bevestigend beantwoord voor gevallen als de onderhavige, waarin personen die buiten de vennootschap stonden, zich door de misleidende stukken of cijfers tot aankoop hebben laten verleiden en hierdoor aandeelhouder zijn geworden.¹ De vijf aandeelhouders/bestuurders zijn daarom *uit hoofde van hun bestuursfunctie* hoofdelijk aansprakelijk jegens de gedupeerde beleggers. Een beroep van een bestuurder op de in artikel 2:139 BW opgenomen disculpatiegrond zal gezien de omstandigheden waarschijnlijk niet snel slagen.

3.1.2 Artikel 6:194 en 195 BW (misleidende reclame)

(i) Algemeen

Als een gedupeerde belegger zich jegens de vijf bestuurders/aandeelhouders beroept op artikel 2:139 BW, spreekt hij hen aan uit hoofde van hun *bestuursfunctie*. Daarnaast valt te overwegen jegens de vijf bestuurders/aandeelhouders een beroep te doen op de artikelen 6:194 en 195 BW (misleidende reclame). In dat geval spreekt een gedupeerde belegger de vijf bestuurders/aandeelhouders aan in hun hoedanigheid van *verkopende aandeelhouder*.

(ii) Zijn effecten 'goederen'?

Het staat vast dat onder het begrip 'goederen' in de zin van artikel 6:194 BW tevens effecten (waaronder aandelen) kunnen worden begrepen.²

(iii) Openbaar maken van reeds openbare mededelingen

De informatie uit het prospectus waar het in deze rechtsvraag om gaat, is de informatie in de geconsolideerde jaarrekeningen over de jaren 2002, 2003 en 2004. Deze jaarrekeningen zijn natuurlijk al eens gepubliceerd. Kan dan nog wel gezegd worden dat deze gegevens door publicatie in het prospectus openbaar zijn gemaakt in de zin van artikel 6:194 BW? Ja, oordeelde de Hoge Raad in het arrest *ABN AMRO Bank NV/Vereniging Coopag Finance BV*. Volgens de Hoge Raad kan uit de wetsgeschiedenis worden afgeleid dat aan het begrip 'openbaar maken' een ruime betekenis moet worden toegekend. De wet gaat niet uit van een 'uitputtingsregel', in die zin dat het openbaar maken van reeds openbare mededelingen niet meer als een openbaarmaking kan gelden.³

(iv) Handelen zij in de uitoefening van een beroep of bedrijf?

Problematisch is het vereiste dat de vijf aandeelhouders/bestuurders in de uitoefening van een beroep of bedrijf moeten hebben gehandeld (art. 6:194 BW). De wet en de rechtspraak bieden geen aanknopingspunten voor de zienswijze dat verkopende aandeelhouders handelen in de uitoefening van een beroep of bedrijf. Of een beroep op artikel 6:194 BW in de praktijk zal slagen is daarom onzeker.⁴

(v) Maken zij openbaar dan wel laten zij openbaar maken en kunnen zij worden gekwalificeerd als (a) een aanbieder van goederen of diensten of (b) iemand die handelt ten behoeve van de aanbieder?

De vijf aandeelhouders/bestuurders hebben ieder 10% van de uitstaande aandelen aangeboden in de IPO. De begrippen 'openbaar maken' en 'openbaar laten maken' in artikel 6:194 BW moeten volgens

1 Zie Asser-Macijer 2-III (2000) nr. 324, met verdere verwijzingen.

2 Zie *Kamerstukken II, 1975/76*, 13 611, nr. 3, p. 9; nr. 3.3.4 van de conclusie van A-G Mok bij HR 2 december 1994, *NJ* 1996, 246, m.nt. DWFV (*ABN AMRO Bank NV/Vereniging Coopag Finance BV*); M.A. Blom, *Prospectusaansprakelijkheid van de lead manager* (diss. KUB), Deventer: Kluwer 1996 (hierna: Blom (1996)) p. 68 en 81; C.J.H. Jansen, E.R. Schreuder, H.L.E. Verhagen, *Prospectusaansprakelijkheid* (Bankjuridische reeks nr. 48), Amsterdam: NIBESVV 2003 (hierna: Jansen/Schreuder/Verhagen (2003)) p. 9 (nt. 10) en p. 17 (nt. 40).

3 HR 2 december 1994, *NJ* 1996, 246, m.nt. DWFV; *AA* (1995) p. 219-226 m.nt. M.J.G.C. Raaijmakers (*ABN AMRO Bank NV/Vereniging Coopag Finance BV*), r.o. 4.1; vgl. hierover Blom

(1996) p. 84-85.

4 Zie echter G. van Solinge, Doorbraak van prospectusaansprakelijkheid, in: J.B. Huizink, J.B. Wezeman en J. Winter (red.), *A-T-D, Opstellen aangeboden aan Prof.mr. P. van Schijfgaarde*, Deventer: Kluwer 2000, p. 417-428, die er op p. 426 kennelijk vanuit gaat dat in een situatie als de onderhavige waarin een aandeelhouder een groot pakket aandelen verkoopt, deze aandeelhouder handelt in de uitoefening van een beroep of bedrijf in de zin van art. 6:194 BW. Kennelijk is Van Solinge van mening dat door de omvang van het aangeboden pakket aandelen het aandelenbezit van de verkopende aandeelhouder een particuliere belegging ontstijgt. Zie hierover Jansen/Schreuder/Verhagen (2003) p. 21.

de wetsgeschiedenis zo ruim mogelijk worden uitgelegd: zij omvatten iedere handeling waardoor het publiek kennis heeft kunnen nemen van de mededeling en tevens alle mogelijkheden om iets ter kennis van het publiek te brengen.⁵

Als al niet gezegd kan worden dat zij het prospectus zelf openbaar hebben gemaakt, dan hebben de vijf aandeelhouders/bestuurders het prospectus in elk geval openbaar *laten* maken door de lead manager en TamTam N.V. (art. 6:194 BW).

(vi) *Is de mededeling misleidend?*

De casus vermeldt dat een vijfde, zeer verlieslatende dochter gedurende de jaren 2002, 2003 en 2004 ten onrechte niet is meegeconsolideerd in de geconsolideerde jaarrekeningen over die jaren en dat deze jaarrekeningen allemaal zijn opgenomen in het prospectus. Het prospectus is hierdoor zonder twijfel misleidend (en daardoor onrechtmatig), omdat het prospectus een onjuiste voorstelling van zaken geeft. De belegger zou waarschijnlijk niet (of in elk geval op fundamenteel andere voorwaarden) hebben ingeschreven op het aandeel TamTam als de jaarrekeningen wel melding zouden hebben gemaakt van de vijfde, zeer verlieslatende dochter.⁶

(vii) *Geldt ten aanzien van de juistheid en volledigheid van de mededeling op grond van artikel 6:195 lid 1 BW een omkering van de bewijslast?*

Er van uitgaande dat de vijf aandeelhouders/bestuurders in de uitoefening van een beroep of bedrijf handelen (hetgeen niet zeker is, zie 3.1.2 (iv), hierboven), is aan alle vereisten van artikel 6:194 BW voldaan. Met die kanttekening zouden de vijf aandeelhouders/bestuurders dan ook onrechtmatig gehandeld hebben op grond van artikel 6:194 BW. Alsdan komt de vraag aan de orde of de vijf aandeelhouders/bestuurders zijn aan te merken als personen die de inhoud en de inkleding van de mededeling geheel of ten dele hebben bepaald of

hebben doen bepalen in de zin van artikel 6:195 lid 1 BW. Indien deze vraag bevestigend beantwoord kan worden geldt de omkering van de bewijslast van artikel 6:195 lid 1 BW.

Hier rijst de vraag of het prospectus moet worden beschouwd als één mededeling of als een veelheid van mededelingen ten aanzien waarvan steeds per mededeling moet worden bekeken of de vijf aandeelhouders/bestuurders de inhoud en de inkleding daarvan geheel of ten dele hebben bepaald of hebben doen bepalen.⁷

Als het prospectus moet worden beschouwd als één mededeling, zal zonder meer geconcludeerd kunnen worden dat de vijf aandeelhouders/bestuurders de inhoud en de inkleding geheel of ten dele hebben bepaald of hebben doen bepalen. De vijf aandeelhouders zijn tevens bestuurder. Uit dien hoofde hebben zij bijvoorbeeld een belangrijke rol gespeeld bij het door de lead manager en zijn adviseurs ingestelde due diligence onderzoek.⁸ Dit due diligence onderzoek wordt verricht om een zo goed mogelijk beeld te krijgen van het reilen en zeilen binnen de onderneming, met als uiteindelijk doel het opstellen van een prospectus dat een getrouw beeld geeft van de onderneming en waarop beleggers zich kunnen baseren bij het nemen van hun beleggingsbeslissing. Onderdeel van dit due diligence onderzoek zijn de zogenaamde management interviews, in welk kader de bestuurders allerlei vragen moeten beantwoorden over de onderneming. Langs deze (en mogelijk ook langs andere) weg hebben de vijf bestuurders/aandeelhouders de inhoud en de inkleding van het prospectus geheel of ten dele bepaald of hebben zij de inhoud en inkleding doen bepalen.

Als het prospectus moet worden beschouwd als een veelheid van mededelingen, zal de vraag moeten worden gesteld of de vijf aandeelhouders/bestuurders de inhoud en de inkleding van de geconsolideerde jaarrekeningen zoals deze zijn opgenomen in het prospectus geheel of ten dele hebben

5 Zie *Kamerstukken II*, 1975/76, 13 611, nr. 3, p. 9; *Kamerstukken II*, 1978/79, 13 611, nr. 6, p. 23; nr. 4.2.3-4.2.6 van de conclusie van A-G Mok bij HR 2 december 1994, *NJ* 1996, 246, m.nr. DWFV (*ABN AMRO Bank NV/Vereniging Coopag Finance BV*); Blom (1996) p. 81-82; Jansen/Schreuder/Verhagen (2003) p. 21.

6 Zie over het begrip misleiding: *Kamerstukken II*, 1978/79, 13 611, nr. 6, p. 24; Blom (1996) p. 86-101; Jansen/Schreuder/Verhagen (2003) p. 22.

7 Hierover bestaat in de literatuur verschil van mening, terwijl de rechtspraak ook geen uitsluitsel geeft. Zie hierover uitgebreid Blom (1996) p. 170-178.

8 Voorafgaand aan de implementatie van de Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (*PbEG* L 345) (de 'Prospectusrichtlijn') op 1 juli 2005 legde het Reglement Procedure Beursnotering van Euro-

next Amsterdam in art. 11 aan de sponsor (dat is een van de banken die de beursgang begeleiden, niet zelden de lead manager) de verplichting op om een due diligence onderzoek te verrichten. Deze verplichting is niet teruggekeerd in de nieuwe reglementen, omdat (i) de Prospectusrichtlijn (die voorziet in maximumharmonisatie) geen regels stelt ten aanzien van het due diligence onderzoek; en (ii) omdat de Nederlandse wet een regeling kent voor prospectusaansprakelijkheid (art. 6:194 en 195 BW), zodat de begeleidende banken (en in het bijzonder de lead manager) ter voorkoming daarvan hoe dan ook een uitgebreid due diligence onderzoek zullen moeten verrichten. Ook onder de huidige regelgeving wordt in de praktijk daarom altijd een due diligence onderzoek uitgevoerd. Zie hierover G.M. Warringa/D.A.F. van der Stam, Euronext Amsterdam – de nieuwe beursregels, *FR* (2005) p. 240-247, op p. 242. Zie uitgebreid over het due diligence onderzoek: Blom (1996) p. 102-152; Jansen/Schreuder/Verhagen (2003) p. 57-66 (beide beschrijvingen zijn enigszins verouderd, omdat zij nog uitgaan van de regelgeving zoals deze gold vóór 1 juli 2005).

bepaald of hebben doen bepalen. Dit is zeker het geval. Het bestuur van een vennootschap (en de CFO in het bijzonder) zal immers een grote mate van betrokkenheid hebben bij het opstellen van de jaarrekening.⁹

Kortom, ervan uitgaande dat de vijf aandeelhouders/bestuurders handelen in de uitoefening van een beroep of bedrijf (hetgeen niet zeker is, zie 3.1.2 (iv), hierboven) zal de stelplicht en de bewijslast ter zake van de onrechtmatigheid op grond van artikel 6:195 lid 1 BW als volgt zijn. Een gedupeerde belegger zal slechts behoeven te stellen dat en waarom de jaarrekeningen over 2002, 2003 en 2004 zoals gepubliceerd in het prospectus misleidend zijn in de zin van artikel 6:194 BW, maar hoeft dit niet te bewijzen. Veel zal deze stelplicht van een gedupeerde belegger niet vergen, omdat eigenlijk al direct aannemelijk is dat het prospectus een onjuiste voorstelling van zaken geeft en hij niet (of in elk geval op fundamenteel andere voorwaarden) zou hebben ingeschreven op het aandeel TamTam als de jaarrekeningen wel melding zouden hebben gemaakt van de vijfde, zeer verlieslatende dochter. De vijf aandeelhouders/bestuurders worden toegelaten tot het bewijs van de juistheid en volledigheid van de jaarrekeningen over 2002, 2003 en 2004 (in welk bewijs zij niet zullen slagen).¹⁰

(viii) Kan de onrechtmatigheid worden toegerekend aan de vijf aandeelhouders/bestuurders?

Dan de toerekening. Het ligt voor de hand om aan te nemen dat de onrechtmatigheid aan elk van de vijf aandeelhouders/bestuurders kan worden toegerekend. Zij zijn immers (tezamen met TamTam N.V.) degenen die op grond van artikel 3 lid 1 Wet toezicht effectenverkeer 1995 ('Wte 1995') juncto artikel 1i Besluit toezicht effectenverkeer ('Bte 1995') verplicht zijn een prospectus te publiceren, dat alle gegevens bevat die voor de belegger van belang zijn voor het vormen van een verantwoord oordeel over het aandeel TamTam.¹¹ Als samensteller (danwel als doen samensteller) van het prospectus dienen de vijf aandeelhouders/bestuurders naar onze mening rechtens in te staan voor de juistheid van de informatie in het prospectus. Dit geldt ook voor de juistheid van de jaarrekeningen over 2002, 2003 en 2004, aangezien deze jaarrekeningen betrekking hebben op TamTam N.V. (immers de onderneming die zij besturen) en haar dochterondernemingen. Als juist een zeer verlieslatende dochter buiten de consolidatie wordt gehouden

dient dat – ondanks een goedkeurende accountantsverklaring – minstgenomen vraagttekens op te roepen bij de vijf aandeelhouders/bestuurders. Als er al niet kan worden toegerekend op grond van schuld, zouden wij willen aannemen dat er in elk geval kan worden toegerekend op grond van verkeersopvattingen (art. 6:162 lid 3 BW).

(ix) Geldt ten aanzien van de toerekenbaarheid een omkering van de bewijslast op grond van artikel 6:195 lid 2 BW?

Hierboven is al opgemerkt dat de vijf aandeelhouders/bestuurders waarschijnlijk wel zijn aan te merken als personen die de inhoud en de inkleding van het prospectus geheel of ten dele hebben bepaald of hebben doen bepalen. Er van uitgaande dat de vijf aandeelhouders/bestuurders in de uitoefening van een beroep of bedrijf handelen (hetgeen niet zeker is, zie 3.1.2 (iv), hierboven), is aan alle vereisten van artikel 6:194 BW voldaan en geldt een omkering van de bewijslast terzake van de toerekenbaarheid (art. 6:195 lid 2 BW). Dit betekent dat uit wordt gegaan van een vermoeden van schuld met de mogelijkheid van disculpatie voor de vijf aandeelhouders/bestuurders. Een disculpatiegrond zal gezien de aard en omvang van de misleiding niet snel aanwezig zijn.

3.1.3 Artikel 6:162 BW (onrechtmatige daad)

Tot slot kan een gedupeerde belegger zich jegens de vijf aandeelhouders/bestuurders natuurlijk nog beroepen op onrechtmatige daad (art. 6:162 BW), maar gezien het feit dat de belegger in elk geval een geslaagd beroep zal kunnen doen op artikel 2:139 BW en mogelijk ook op artikelen 6:194 en 195 BW, voegt een dergelijk beroep niets toe. Wij werken deze mogelijkheid daarom niet uit.

3.2 TamTam N.V.

3.2.1 Artikel 6:194 en 195 BW (misleidende reclame)

(i) Algemeen

Een beroep op de artikelen 6:194 en 195 BW ligt jegens TamTam N.V. het meest voor de hand. In 3.1.2 is al aangegeven dat (i) onder het begrip 'goederen' in de zin van artikel 6:194 BW tevens effecten (waaronder aandelen) kunnen worden begrepen; (ii) het feit dat de jaarrekeningen over 2002, 2003 en 2004 al eerder zijn gepubliceerd niet be-

⁹ Hoewel het (doen) opstellen van de jaarrekening natuurlijk bij uitstek tot de competentie van de CFO behoort, is de bestuurs-taak collegiaal. Alle bestuurders dienen dan ook de jaarrekening te ondertekenen (art. 2:101 lid 2 BW).

¹⁰ Vgl. Asser-Hartkamp 4-III (2006) nr. 251.

¹¹ Zie voor een uitgebreid commentaar op deze bepalingen: D. Busch, C.M. Grundmann-van de Krol, C.E. du Perron en W.A.K. Rank (red.), *Groene Serie Toezicht Financiële Markten*, Deventer: Kluwer 2006 (hierna: TFM (2006)), art. 3 Wte 1995 (D. Busch) en art. 1i Bte 1995 (P. Zijp).

tekent dat zij niet openbaar zijn gemaakt door publicatie in het prospectus; en (iii) het prospectus misleidend is.

(ii) *Handelt TamTam N.V. in de uitoefening van een beroep of bedrijf?*

Het is duidelijk dat TamTam N.V. handelt in de uitoefening van een beroep of bedrijf (art. 6:194 BW).

(iii) *Maakt TamTam N.V. openbaar en kan zij worden gekwalificeerd als (a) een aanbieder van goederen of diensten of (b) iemand die handelt ten behoeve van de aanbieder?*

Artikel 6:194 BW schrijft voor dat de aanbieder of degene die ten behoeve van de aanbieder handelt, openbaar maakt. Vast staat dat TamTam N.V. zelf geen aandelen aanbiedt in de zin van artikel 6:194 BW. Alleen de vijf aandeelhouders/bestuurders bieden immers aandelen aan. Wel kan worden gezegd dat TamTam N.V. (tezamen met de lead manager) het prospectus ten behoeve van de vijf aandeelhouders/bestuurders openbaar maakt. Deze zienswijze wordt gesteund door de bepaling in het prospectus die is geciteerd in de casus en waaruit blijkt dat TamTam N.V. 'accepts responsibility for the information contained in this prospectus'.

(iv) *Geldt ten aanzien van de juistheid en volledigheid van de mededeling op grond van artikel 6:195 lid 1 BW een omkering van de bewijslast?*

Uit het voorgaande vloeit voort dat aan de voorwaarden van artikel 6:194 BW waarschijnlijk voldaan zal zijn. Alsdan komt de vraag aan de orde of TamTam N.V. de inhoud en de inkleding geheel of ten dele heeft bepaald of heeft doen bepalen in de zin van artikel 6:195 lid 1 BW.

Ook hier rijst de vraag of het prospectus moet worden beschouwd als één mededeling of als een veelheid van mededelingen waarbij steeds per mededeling moet worden bekeken of TamTam N.V. de inhoud en de inkleding daarvan geheel of ten dele heeft bepaald of heeft doen bepalen. Zelfs als men de publicatie in het prospectus van de drie geconsolideerde jaarrekeningen als afzonderlijke mededelingen beschouwt, kan gezegd worden dat TamTam N.V. de inhoud en inkleding ervan geheel of ten dele heeft bepaald of heeft doen bepalen. TamTam N.V. (via haar bestuur en via de CFO in het bijzonder) zal immers een grote mate van betrokkenheid hebben gehad bij het opstellen van deze jaarrekeningen (en bij het opstellen van het prospectus).

De stelplicht en de bewijslast ter zake van de onrechtmatigheid zal op grond van artikel 6:195 lid

1 BW als volgt zijn. Een gedupeerde belegger zal slechts behoeven te *stellen* dat en waarom de jaarrekeningen over 2002, 2003 en 2004 zoals gepubliceerd in het prospectus misleidend zijn in de zin van artikel 6:194 BW, maar hoeft dit niet te *bewijzen* (zie uitgebreider 3.1.2 onder (vii)). TamTam N.V. wordt toegelaten tot het bewijs van de juistheid en volledigheid van de jaarrekeningen over 2002, 2003 en 2004 (in welk bewijs zij niet zal slagen).

(v) *Kan de onrechtmatigheid worden toegerekend aan TamTam N.V.?*

Het ligt voor de hand om aan te nemen dat de onrechtmatigheid aan TamTam N.V. kan worden toegerekend. Zij is immers (tezamen met de vijf bestuurders/aandeelhouders) degene die op grond van artikel 3 lid 1 Wte 1995 juncto artikel 1i Bte 1995 verplicht is een prospectus te publiceren, dat alle gegevens bevat die voor de belegger van belang zijn voor het vormen van een verantwoord oordeel over het aandeel TamTam.¹² Als samensteller (danwel als doen samensteller) van het prospectus dient TamTam N.V. naar onze mening rechtens in te staan voor de juistheid van de informatie in het prospectus. Dit geldt ook voor de juistheid van de jaarrekeningen over 2002, 2003 en 2004, aangezien deze jaarrekeningen betrekking hebben op TamTam N.V. en haar dochterondernemingen. Als juist een zeer verlieslatende dochter buiten de consolidatie wordt gehouden dient dat – ondanks een goedkeurende accountantsverklaring – minstens genomen vraagtekens op te roepen bij (het bestuur en in het bijzonder de CFO van) TamTam N.V. Wij zouden daarom willen aannemen dat er kan worden toegerekend op grond van verkeersopvattingen (art. 6:162 lid 3 BW).¹³

(vi) *Geldt ten aanzien van de toerekenbaarheid een omkering van de bewijslast op grond van artikel 6:195 lid 2 BW?*

Zoals hierboven al is opgemerkt heeft TamTam N.V. de inhoud en de inkleding van het prospectus geheel of ten dele bepaald of doen bepalen. Aan alle vereisten van artikel 6:194 BW lijkt dus voldaan, zodat een omkering van de bewijslast zal gelden terzake van de toerekenbaarheid (art. 6:195 lid 2 BW). Dit betekent dat uit wordt gegaan van een vermoeden van schuld met de mogelijkheid van disculpatie voor TamTam N.V. Een disculpatiegrond zal niet snel aanwezig zijn. De misleidende geconsolideerde jaarrekeningen over 2002, 2003 en 2004 hebben immers betrekking op TamTam N.V. zelf.¹⁴

¹² Ibid.

¹³ Vgl. over toerekening aan de uitgevende instelling Jansen/

Schreuder/Verhagen (2003) p. 24-25.

¹⁴ Vgl. Jansen/Schreuder/Verhagen (2003) p. 24.

3.2.2 Artikel 6:162 BW (onrechtmatige daad)

Tot slot kan een gedupeerde belegger zich jegens TamTam N.V. natuurlijk nog beroepen op onrechtmatige daad (art. 6:162 BW), maar gezien het feit dat de belegger een geslaagd beroep zal kunnen doen op de artikelen 6:194 en 195 BW, voegt een dergelijk beroep niets toe. Wij werken deze mogelijkheid daarom niet uit.

3.3 De lead manager

3.3.1 Artikel 6:194 en 195 BW (misleidende reclame)

(i) Algemeen

Een beroep op de artikelen 6:194 en 195 BW ligt ook jegens de lead manager het meest voor de hand. In 3.1.2 is al aangegeven dat (i) onder het begrip 'goederen' in de zin van artikel 6:194 tevens effecten (waaronder aandelen) kunnen worden begrepen; (ii) het feit dat de jaarrekeningen over 2002, 2003 en 2004 al eerder zijn gepubliceerd niet betekent dat zij niet openbaar zijn gemaakt door publicatie in het prospectus; en (iii) het prospectus misleidend is.

(ii) Handelt de lead manager in de uitoefening van een beroep of bedrijf?

Het is duidelijk dat de lead manager bij het openbaar maken van het prospectus heeft gehandeld in de uitoefening van een beroep of bedrijf (art. 6:194 BW).

(iii) Maakt de lead manager openbaar en kan hij worden gekwalificeerd als (a) een aanbieder van goederen of diensten of (b) iemand die handelt ten behoeve van de aanbieder?

In de praktijk zal de lead manager (tezamen met TamTam N.V.) het prospectus (ten behoeve van de de vijf aandeelhouders/bestuurders) openbaar maken.¹⁵

(iv) Geldt ten aanzien van de juistheid en volledigheid van de mededeling op grond van artikel 6:195 lid 1 BW een omkering van de bewijslast?

Uit het voorgaande vloeit voort dat aan de voorwaarden die artikel 6:194 BW stelt wel voldaan zal zijn. Alsdan komt de vraag aan de orde of de lead manager de inhoud en de inkleding geheel of ten dele heeft bepaald of heeft doen bepalen in de zin van artikel 6:195 lid 1 BW.

De strijdvraag of een prospectus moet worden beschouwd als één mededeling of een veelheid aan mededelingen hoeft hier niet beantwoord te worden. Uit *ABN AMRO Bank NV/Vereniging Coopag Finance BV* blijkt dat de Hoge Raad er (gezien de intensieve betrokkenheid van de lead manager bij het opstellen van het prospectus en het eraan voorafgaande due diligence onderzoek) vanuit gaat dat de lead manager geacht wordt de inhoud en strekking van alle mededelingen in het prospectus te hebben bepaald, met inbegrip van mededelingen die afkomstig zijn van derden (waaronder geconsolideerde jaarrekeningen).¹⁶

De stelplicht en de bewijslast ter zake van de onrechtmatigheid zal op grond van artikel 6:195 lid 1 BW als volgt zijn. Een gedupeerde belegger zal slechts behoeven te stellen dat en waarom de jaarrekeningen over 2002, 2003 en 2004 zoals gepubliceerd in het prospectus misleidend zijn in de zin van artikel 6:194 BW, maar hoeft dit niet te bewijzen (zie uitgebreider 3.1.2 onder (vii)). De lead manager wordt toegelaten tot het bewijs van de juistheid en volledigheid van de jaarrekeningen over 2002, 2003 en 2004 (in welk bewijs hij niet zal slagen).

(v) Kan de onrechtmatigheid worden toegerekend aan de lead manager?

De onrechtmatigheid kan aan de lead manager worden toegerekend, als hij niet het onderzoek heeft verricht dat hij naar de omstandigheden van het geval had moeten verrichten. In casu gaat het om het misleidende karakter van geconsolideerde jaarrekeningen over 2002, 2003 en 2004, die allemaal zijn goedgekeurd door de accountant. Mag de lead manager niet gewoonweg afgaan op de goedkeurende verklaring van de accountant? Uit *ABN AMRO Bank NV/Vereniging Coopag Finance BV* blijkt dat dit genuanceerder ligt. Of de lead manager mag vertrouwen op de juistheid en volledigheid van de jaarrekeningen, hangt af van de omstandigheden van het geval, waaronder (i) het antwoord op de vraag of de inlichtingen die de lead manager heeft verkregen van de uitgevende instelling reden gaven te twifelen aan de financiële positie van de uitgevende instelling; (ii) de inlichtingen die de lead manager heeft verkregen van de accountants die de jaarrekeningen hebben gecontroleerd en de door hen gehanteerde methodes en maatstaven; en (iii) de inlichtingen van de bank of banken die de uitgevende instelling tot cliënt hebben gehad.¹⁷ De lead manager zal in een geval als

15 Blom (1996) p. 84; Jansen/Schreuder/Verhagen (2003) p. 21.

16 HR 2 december 1994, *NJ* 1996, 246, m.nt. DWFV; *AA* (1995) p. 219-226 m.nt. M.J.G.C. Raaijmakers (*ABN AMRO Bank NV/Vereniging Coopag Finance BV*), r.o. 4.3. Zie hierover uitgebreid Blom (1996) p. 163-200.

17 HR 2 december 1994, *NJ* 1996, 246, m.nt. DWFV; *AA* (1995) p. 219-226 m.nt. M.J.G.C. Raaijmakers (*ABN AMRO Bank NV/Vereniging Coopag Finance BV*), r.o. 4.4. Hierover Blom (1996) p. 106-118, i.h.b. p. 112-113.

het onderhavige niet snel onder zijn aansprakelijkheid uitkomen. De maatschappelijke positie van banken, hun veronderstelde professionaliteit en het vertrouwen dat het publiek in hun deskundigheid mag hebben, kunnen er onder omstandigheden toe leiden dat onrechtmatig handelen krachtens verkeersopvattingen aan hen wordt toegerekend (art. 6:162 lid 3 BW).¹⁸

(vi) *Geldt ten aanzien van de toerekenbaarheid een omkering van de bewijslast op grond van artikel 6:195 lid 2 BW?*

Zoals hierboven al is opgemerkt heeft de lead manager de inhoud en de inkleiding van het prospectus geheel of ten dele bepaald. Aan alle vereisten van artikel 6:194 BW lijkt voldaan, zodat een omkering van de bewijslast zal gelden terzake van de toerekenbaarheid (art. 6:195 lid 2 BW). Dit betekent dat uit wordt gegaan van een vermoeden van schuld met de mogelijkheid van disculpatie voor de lead manager. Een disculpatiegrond zal in het algemeen niet snel aanwezig zijn.

3.3.2 Artikel 6:162 BW (onrechtmatige daad)

Tot slot kan een gedupeerde belegger zich jegens de lead manager natuurlijk nog beroepen op onrechtmatige daad (art. 6:162 BW), maar gezien het feit dat de belegger een geslaagd beroep zal kunnen doen op de artikelen 6:194 en 195 BW, voegt een dergelijk beroep niets toe.

3.4 De accountant

De accountant kan waarschijnlijk reeds daarom niet worden aangesproken op grond van artikel 6:194 BW, omdat met 'openbaar laten maken' waarschijnlijk niet wordt bedoeld op degene die tot de openbaarmaking geen opdracht geeft, maar daarmee slechts instemt.¹⁹

Wel kan de accountant aansprakelijk worden gesteld op grond van artikel 6:162 BW. De onrechtmatige daad zal dan bestaan uit de schending van een specifieke zorgvuldigheidsnorm (art. 6:162 lid 2 BW), te weten dat de accountant zal moeten handelen als een 'redelijk bekwaam en redelijk handelend vakgenoot'. Het zal duidelijk zijn dat een accountant die een vijfde, zeer verlieslatende dochter verzuimd mee te consolideren deze maat-

staf niet gehaald heeft en daarom onrechtmatig heeft gehandeld jegens de gedupeerde beleggers. Hierbij speelt mee dat de accountant weet dat de door hem afgegeven verklaring over een jaarrekening in het prospectus wordt opgenomen en dat deze mede de grondslag zal vormen van beslissingen van beleggers over de aankoop van effecten. Toerekenbaarheid zal aangenomen kunnen worden op grond van schuld of op grond van verkeersopvattingen (art. 6:162 lid 3 BW). Een disculpatie zal in een geval als het onderhavige waarschijnlijk lastig worden.²⁰

3.5 De AFM

De AFM kan niet worden aangesproken op grond van artikel 6:194 BW. De AFM maakt niet openbaar (noch laat zij openbaar maken). De AFM heeft het prospectus echter – zoals uit de casus blijkt – wel goedgekeurd.²¹ In de rechtspraak geldt voor aansprakelijkheid van toezichthouders uit hoofde van artikel 6:162 BW de maatstaf van een 'redelijk handelend toezichthouder'. Volgens de wetsgeschiedenis bij artikel 3 Wte 1995 mag van de AFM daarom verwacht worden dat zij, indien zij een prospectus heeft goedgekeurd, alle inspanningen heeft verricht die van een redelijk handelend toezichthouder verwacht mogen worden. Concreet houdt dit in dat van de AFM verwacht mag worden dat zij heeft getoetst of hetgeen in het prospectus is opgenomen redelijkerwijs kan worden gezien als volledig, begrijpelijk en consistent.²²

Het leerstuk van de aansprakelijkheid van toezichthouders in het algemeen en de aansprakelijkheid van de AFM wegens het ten onrechte goedkeuren van een misleidend prospectus in het bijzonder is nog niet erg uitgekristalliseerd. Onduidelijk is hoe ver de AFM precies moet gaan in haar onderzoek naar de juistheid en de volledigheid van het prospectus, want rechtspraak hierover is (vooralsnog) niet voorhanden. Wij zouden willen aannemen dat zodra de AFM reden heeft om te twijfelen aan de juistheid en volledigheid van het prospectus, de AFM de plicht heeft om verder te spitten en niet mag goedkeuren totdat de bestaande onzekerheid is weggenomen en de AFM een bevredigend antwoord heeft gekregen. Als de AFM ondanks twijfel aan de juistheid en volledigheid van het prospectus toch goedkeurt, kan zij aansprakelijk zijn.

18 Jansen/Schreuder/Verhagen (1996) p. 27.

19 Zie Blom (1996) p. 71.

20 Een disculpatiegrond zal eigenlijk alleen maar aanwezig kunnen zijn als een redelijk bekwaam en redelijk handelend accountant het bestaan van de vijfde, zeer verlieslatende dochter niet had kunnen ontdekken. Dit scenario ligt echter niet erg voor de hand. Zie hierover Jansen/Schreuder/Verhagen (2003) p. 19, 42-43 (met verdere verwijzingen).

21 De verplichting van de AFM om prospectussen goed te keuren

vloeit voort uit art. 3 lid 1 en 2 Wte 1995 juncto art. 1e lid 1 Bte 1995. Zie voor een uitgebreid commentaar op deze bepalingen TFM (2006), art. 3 Wte 1995 (D. Busch) en art. 1e Bte 1995 (S.W. Teerink/N.R. van de Vijver).

22 Zie *Kamerstukken II* 2004/05, 30 013, nr. 8, p. 18. Zie over een mogelijke aansprakelijkheid van de AFM wegens het ten onrechte goedkeuren van een misleidend prospectus ook Jansen/Schreuder/Verhagen (2003) p. 43-46.

In elk geval is een aansprakelijkheid van de AFM jegens gedupeerde beleggers bepaald niet ondenkbaar. In ander verband dan het goedkeuren van prospectussen is onlangs aangenomen dat de AFM aansprakelijk was jegens gedupeerde beleggers.²³

4 Hoe beoordeelt u de kans van slagen van elk van deze vorderingen en waarom?

Voor zover de vordering jegens de vijf aandeelhouders/bestuurders op artikel 2:139 BW wordt gebaseerd heeft zij goede kans van slagen. Als de vordering wordt gebaseerd op artikelen 6:194 en 195 BW is de kans van slagen onzeker, omdat niet duidelijk is of verkopende aandeelhouders geacht kunnen worden te handelen in de uitoefening van een beroep of bedrijf als bedoeld in artikel 6:194 BW. Een vordering gebaseerd op de artikelen 6:194 en 195 BW jegens TamTam N.V. en de lead manager heeft eveneens een goede kans van slagen. Hoewel de accountant waarschijnlijk niet kan worden aangesproken op grond van artikelen 6:194 en 195 BW (omdat hij waarschijnlijk niet 'openbaar laat maken' als bedoeld in art. 6:194 BW) heeft een vordering uit hoofde van artikel 6:162 BW wel een goede kans van slagen. Hoewel een vordering jegens de AFM niet kan worden ingesteld op grond van artikel 6:194 en 195 BW, is een vordering jegens de AFM uit hoofde van onrechtmatige daad in elk geval niet bij voorbaat kansloos. Omdat niet duidelijk is welke mate van onderzoek precies wordt verwacht van de AFM in het kader van de goedkeuring van een prospectus, is de kans van slagen moeilijk in te schatten.

In praktisch opzicht heeft een vordering jegens TamTam N.V. overigens weinig nut. TamTam N.V. is immers failliet zodat er bij TamTam N.V. weinig te halen valt. Of een vordering jegens de vijf bestuurders/aandeelhouders nut heeft, zal afhangen van hun vermogenspositie. Gezien het potentieel zeer grote aantal gedupeerde beleggers dat verhaal zal zoeken zal hun vermogenspositie naar alle waarschijnlijkheid hoe dan ook niet toereikend zijn om aan alle claims te kunnen voldoen. De lead manager en de accountant hebben de 'diepste zaken', zodat een vordering jegens hen zeer lucratief kan zijn. Dit geldt ook voor de AFM, aangezien de Staat aan de AFM een vrijwaring heeft verleend voor de financiële gevolgen van aansprakelijkheid die kunnen voortvloeien uit de uitoefening van de aan haar opgedragen toezichtstaken.²⁴

5 Welke schade komt voor vergoeding in aanmerking?

Schade zal alleen vergoed kunnen worden als gezegd kan worden dat zij is veroorzaakt door het misleidende prospectus. Of een zodanig causaal verband bestaat tussen het misleidende karakter van het prospectus en geleden schade hangt vooral af van het tijdstip waarop een aandeelhouder is ingestapt en – als dat aan de orde is – weer is uitgestapt.

Stel dat een belegger instapt ten tijde van de IPO (vrijdag 30 september 2005) en niet uitstapt. Deze belegger heeft het aandeel dan gekocht tegen de introductieprijs van EUR 49 per aandeel, terwijl de waarde van zijn aandeel door het faillissement van TamTam N.V. uiteindelijk nihil is. De schade die de belegger door het misleidende prospectus heeft geleden is echter niet EUR 49 per aandeel. Uit de casus blijkt dat het aandeel TamTam op vrijdag 25 november 2005 EUR 45 per aandeel bedraagt. Pas op maandag 28 november 2005 wordt bekend dat TamTam N.V. gedurende de jaren 2002, 2003 en 2004 een vijfde, zeer verlieslatende dochter ten onrechte niet heeft meegeconsolideerd. Aannemelijk is daarom dat de koersdaling naar EUR 45 per aandeel niet toe te schrijven is aan het misleidende karakter van het prospectus, maar moet worden aangemerkt als een gewone koersbeweging. Waarschijnlijk zal dus slechts EUR 45 per aandeel voor vergoeding in aanmerking komen. Als een belegger instapt na de faillietverklaring (hetgeen natuurlijk niet erg waarschijnlijk is) komt hij vanzelfsprekend in het geheel niet in aanmerking voor schadevergoeding. Als een belegger bij de IPO instapt en op dinsdag 29 november 2005 zijn aandelen verkoopt voor een prijs van EUR 20 per aandeel, zal hij slechts EUR (45-20=) 25 per aandeel als schadevergoeding kunnen vorderen.²⁵

6 Besluit

Geen van de inzendingen was foutloos. De drie inzenders bevinden zich echter, zoals gezegd, nog maar in het beginstadium van hun studie, terwijl prospectusaansprakelijkheid een lastig onderwerp is. De beste inzending was zonder twijfel die van Erik Bijkerk (eerstejaars OU). Hij wint 50 euro en mag bovendien een keuze maken uit het Ars Aequi Libri-fonds. De beide andere inzenders, Stefan Winkel en Pieter Vermeulen, mogen een keuze maken uit het Ars Aequi Libri-fonds. ☞

23 Rechtbank Amsterdam, 14 september 2005, *JOR* 2005, 277, m.nt. CMGvdK en B.P.M. van Ravels (*De Vereniging Belangenbehartiging Commanditien BeFra/Sichting Autoriteit Financiële Markten e.a.*).

24 Zie hierover C.M. Grundmann-Van de Krol, *Koersen door het effectenrecht. Beschouwingen omtrent Nederlands effectenrecht*

(zesde druk), Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2006, p. 407-409.

25 Zie voor een uitgebreide behandeling van de onderwerpen schade en causaliteit in relatie tot prospectusaansprakelijkheid: Blom (1996) p. 153-162; Jansen/Schreuder/Verhagen (2003) p. 87-95.