

De DAF obligatielening

Een economische of juridische benadering

Dr. L.R.T. van der Goot en Mr. Drs. A.M.J.G. van Amsterdam

FINANCIERING

1 Inleiding

Op 23 maart 2001 heeft de Hoge Raad uitspraak gedaan in de al jarenlang lopende procedure tussen de obligatiehouders van DAF enerzijds en de kredietverschaffers van DAF anderzijds (Hoge Raad, rolnummer C99/054¹). Deze uitspraak is in het bijzonder van belang voor het antwoord op de vraag welke waarde obligatiehouders aan het emissieprospectus en andere relevante stukken mogen en kunnen ontlenuen. Dat antwoord raakt, zoals de advocaat-generaal in zijn conclusie formuleert: *'een belangrijk deel van de financiële wereld'*. En heeft daarmee niet alleen betekenis voor deze individuele DAF-casus, maar is tevens richtinggevend voor alle andere obligatieleningen die onder dezelfde voorwaarden, in het bijzonder met een 'pari passu' clause, zijn afgesloten. En de financiële belangen die bij al deze leningen spelen, zijn uitzonderlijk hoog.

Het opmerkelijke is dat de opeenvolgende rechtsprekende instanties voortdurend wisselen inzake de uitleg van de pari passu clause in de leningvoorwaarden. Hierbij gaat het om de vraag of bedoelde clause ruim dan wel eng (wij vertalen dat als: economisch dan wel juridisch) geïnterpreteerd moet worden.

In eerste aanleg had de Amsterdamse rechtbank de vorderingen van de obligatiehouders

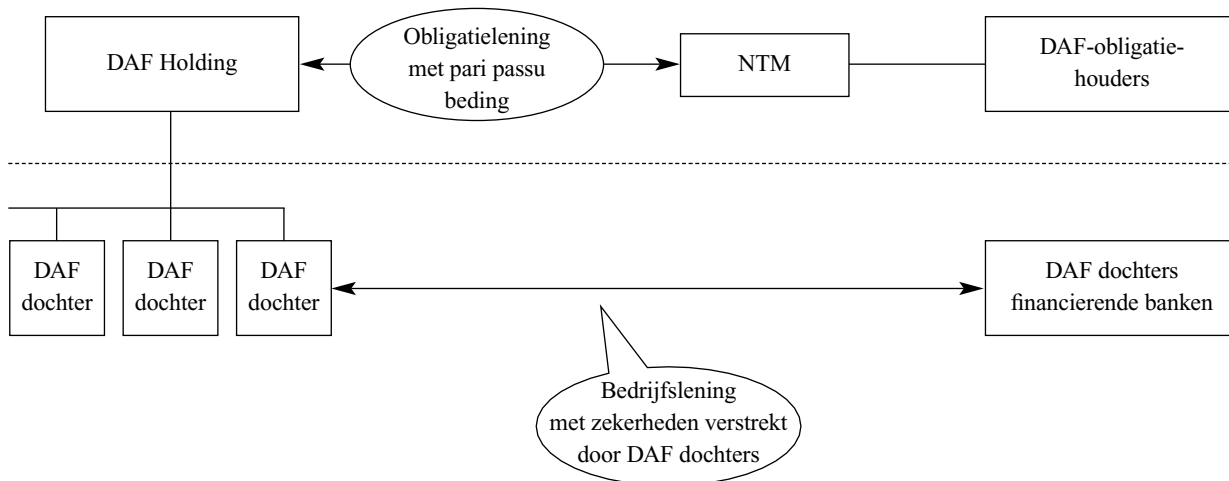
Dr. L.R.T. van der Goot en Mr. Drs. A.M.J.G. van Amsterdam RA zijn verbonden aan de vakgroep Accountancy en Informatie Management van de faculteit der Economische Wetenschappen en Econometrie van de Universiteit van Amsterdam. Zij zijn Mr. A.H. van Engelen RA, Dr. R.H. van het Kaar en twee referenten van dit tijdschrift dank verschuldigd voor hun opmerkingen en suggesties bij een vorige versie van dit artikel. Voor alle resterende onvolkomenheden zijn de auteurs volledig verantwoordelijk.

afgewezen. Met als overweging dat de obligatiehouders een lening verstrekt hebben aan DAF Holding en niet aan de groepsmaatschappijen. Op de activa of zekerheden die daarna door de groepsmaatschappijen waren overgedragen aan diverse banken, kunnen de obligatiehouders dan ook geen rechten doen gelden. In het daarop volgend beroep kregen de obligatiehouders van het Hof Amsterdam evenwel gelijk: als de banken zich bij voorrang kunnen verhalen op de activa van de groepsmaatschappijen zou de pari passu clause van DAF Holding aan de obligatiehouders een lege huls zijn. In redelijkheid kunnen zij zich dan ook beroepen op een ruimer gebied, waarover de hiervoor bedoelde clause zich uitstrekt. In cassatie gaat de Hoge Raad, tegen het advies van de advocaat-generaal in, weer terug naar de beperkte uitleg van de rechtbank. En kiest daarmee tevens voor een strikt juridische in plaats van een meer economische benadering. Al is daarmee nog geen definitief eind gekomen aan deze rechtsstrijd: de Hoge Raad heeft de zaak verwezen naar Hof Den Haag die over enige tijd uitspraak zal doen. Hoewel de zaak dus nog onder de rechter is, zijn de grote lijnen inmiddels wel uitgezet. Hetgeen aanleiding is voor een nadere beschouwing van de argumenten en de ingenomen posities.

Belangrijk element daarbij is de trustakte bij de obligatielening, waarin zekerheden en de overdracht ervan aan de orde komen, met in het bijzonder de pari passu clause die in paragraaf vijf hierna uiteengezet wordt. Steeds terugkerende vraag is of deze clause louter betrekking heeft op de zekerheden van uitsluitend DAF Holding (de beperkte uitleg, zie schema 1) of ook op de zekerheden van de groepsmaatschappijen van DAF (de ruime uitleg, zie schema 2).

Rechtbank en Hoge Raad gaan uit van de beperkte uitleg waarbij de obligatiehouders een lening zijn aangegaan met de holding, die inmiddels failliet

Schema 1 Formele, beperkte uitleg pari passu clause conform rechtbank en HR; formele scheiding tussen DAF Holding en dochters.

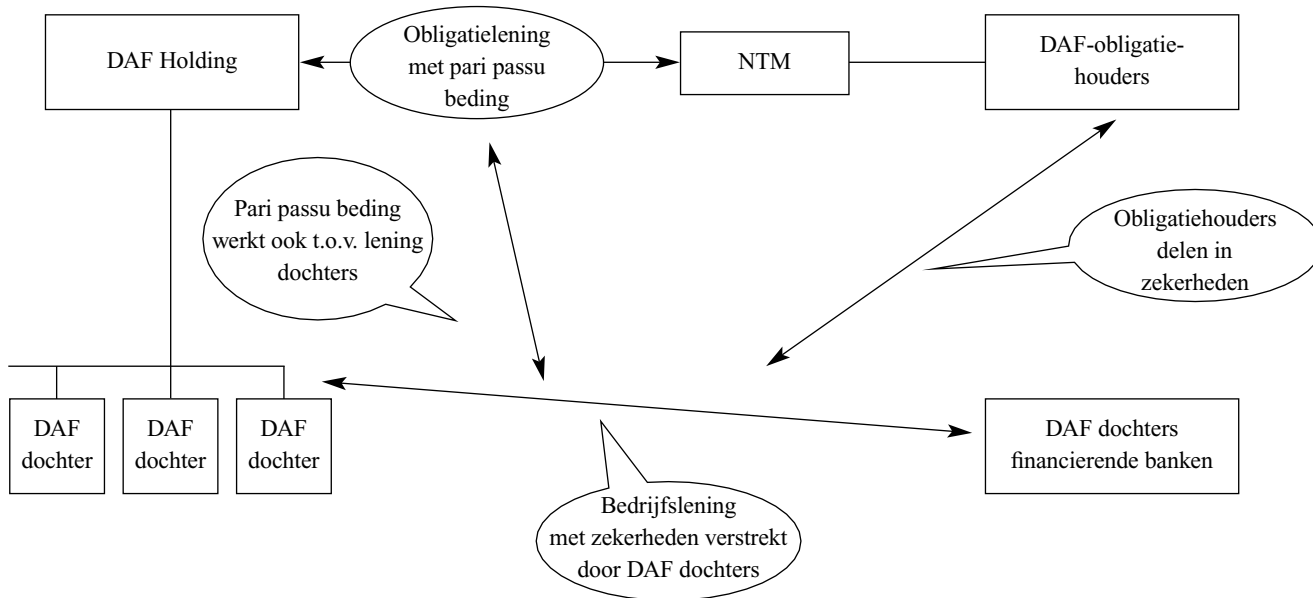


Toelichting:

-NTM staat voor *Nederlandse Trustmaatschappij*, de trustee van de obligatiehouders.

-Nadat DAF Holding de obligatielening heeft gerealiseerd, hebben diverse banken leningen verstrekt aan DAF dochtermaatschappijen waarbij de dochtermaatschappijen zekerheden hebben gesteld.

Schema 2 Standpunt Obligatiehouders: ruime uitleg pari passu clause cf. Hof en Advocaat-generaal; geen scheiding tussen DAF Holding en dochters.



is, zodat zij geen betaling van rente en aflossing meer kunnen verwachten. Terwijl het Hof en de advocaat-generaal uitgaan van de ruime uitleg waarbij de lening is aangegaan met het gehele concern, zodat de obligatiehouders van de lening aan de holding meedelen in de zekerheden die de banken hebben verkregen voor hun lening aan de dochtermaatschappijen.

De nadruk van deze bijdrage ligt op de inhoud van het obligatieprospectus van de DAF-lening en de daarbij behorende trustakte, waarin de volledige tekst van de voorwaarden van de obligatielening is opgenomen². Het gaat hierbij met name om de vraag of uit de inhoud van het obligatieprospectus c.a. afgeleid kan worden dat deze bepalingen betrekking hebben op de DAF Groep als geheel of

Tabel 1. De kapitaalbelangen van de verschillende aandeelhouders DAF voor en na de notering van de aandelen op de beurzen van Amsterdam en Londen.

	voor beursgang	na beursgang
Rover Groep	40,0%	16,0%
VADO	23,7%	11,2%
DSM	16,1%	6,5%
Infifon IV	8,9%	0,0%
NIB	4,1%	0,0%
Vennootschap	3,9%	0,0%
Onbekend	3,3%	3,3%
Andere beleggers	0,0%	63,0%
	100,0%	100,0%

Bron: *Emissieprospectus*³ DAF

dat zij louter DAF Holding betreffen. In dit verband is het onder meer van belang op welke manier de informatie over de obligatielening is geformuleerd. Het laatste kan niet los gezien worden van de eisen, die het Fondsenreglement van de Amsterdamse effectenbeurs stelt aan een obligatieprospectus, dat moet worden gepubliceerd als een onderneming een beursnotering aanvraagt voor haar obligaties.

De opbouw van het artikel is als volgt. Paragraaf twee bevat een historisch overzicht van DAF vanaf het moment dat DAF de fusie met Leyland in april 1987 aanging. Paragraaf drie gaat in op de kenmerken van een concern of groep van maatschappijen. Paragraaf vier behandelt een aan-

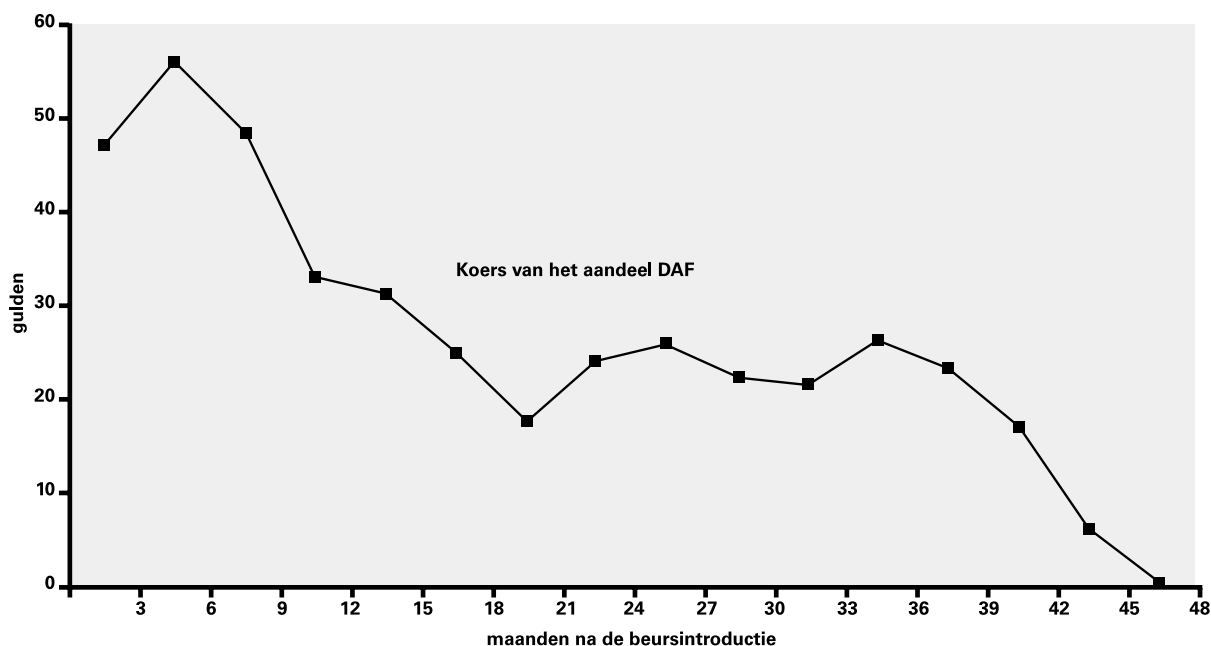
tal bepalingen uit het Fondsenreglement en het obligatieprospectus van DAF. Paragraaf vijf vermeldt de voornaamste bepalingen van de obligatielening, en gaat nader in op de uitspraken van de diverse rechterlijke colleges. In de laatste paragraaf staan de samenvatting en conclusies.

2 Wat vooraf ging

In april 1987 fuseerde DAF met een deel van de Britse Rover Groep, Leyland Vehicles. De overname van Leyland werd door DAF betaald met aandelen DAF. In mei 1988 heeft DAF een 6,75% obligatielening aflosbaar per 1993/96 van nominaal 150 miljoen gulden geplaatst op de Amsterdamse effectenbeurs. De koers was 99,5%. Als lead managers fungeerden de AMRO en de ABN Bank. De voorwaarden van de lening, zoals de emissiekoers, de te betalen rente en looptijd, werden zo gunstig beoordeeld dat de obligatielening overtekend werd.

Volgens het obligatieprospectus was het doel van de obligatielening in de financieringsbehoefte van DAF voor 1988 te voorzien '... zonder dat haar comfortabele kaspositie en kredietlijnen verder behoeven te worden aangesproken' (Obligatieprospectus DAF, 1988, blz. 10). Vanaf juni 1989 waren de aandelen DAF genoteerd op de effectenbeurzen van Amsterdam en Londen. Door de beursgang konden de Rover Groep en andere kapitaalverschaffers hun bij de fusie verkregen aandelen (deels) verzilveren. Zie tabel 1.

Figuur 1. Het koersverloop per maand van het aandeel DAF vanaf de toelating tot de notering op de beurs van Amsterdam op 5 juni 1989 tot februari 1993.



Bij de beursgang van DAF was sprake van een herplaatsing van aandelen. Dat wil zeggen dat een deel van het geplaatste aandelenkapitaal van DAF louter van eigenaar verwisselde. Van de oorspronkelijke, verkopende aandeelhouders behielden alleen de Rover Groep, VADO en DSM na beursintroductie nog een belang in DAF. Op 2 februari 1993 werd DAF surséance van betaling verleend; op 26 februari 1993 werd DAF failliet verklaard. Figuur 1 toont het koersverloop van het aandeel DAF sinds de beursintroductie.

3 DAF Groep: een economische eenheid

In Titel 1 Boek 2 BW worden drie categorieën kapitaalbelangen onderscheiden: deelnemingen, dochtermaatschappijen en groepsmaatschappijen. Genoemde begrippen zijn niet elkaars wederzijds uitsluitende begrippen. Daarnaast komt in het spraakgebruik de term belegging voor. Van een belegging is sprake als het doel van de kapitaalverschaffer louter bestaat uit het verkrijgen van opbrengsten zonder dat er sprake is van duurzame samenwerking. Als zodanig kunnen bijvoorbeeld de kapitaalbelangen van de Rover Groep en VADO in DAF beschouwd worden, waarvan in het emissieprospectus gezegd wordt dat twee jaar na de beursgang een deel ervan in aanmerking kan komen om verkocht te worden.

Een rechtspersoon heeft een deelneming in een andere rechtspersoon als kapitaal verschafte is ten dienste van de eigen werkzaamheid. Een tweede voorwaarde is dat het belang duurzaam is. Als aan de voorgaande twee voorwaarden is voldaan, is de omvang van het kapitaalbelang niet van belang.

Een dochtermaatschappij is een rechtspersoon waar een andere rechtspersoon (de holding of moedermaatschappij) de helft of meer van de stemrechten heeft. De moeder heeft de bevoegdheid meer dan de helft van de bestuurders van de hier bedoelde rechtspersoon te benoemen of te ontslaan. Essentieel voor een moeder-dochterrelatie is niet zozeer de omvang van het kapitaalbelang als wel de *overwegende zeggenschap* van de moeder over de dochter.

Men spreekt tenslotte van een groepsmaatschappij als een moedermaatschappij samen met andere rechtspersonen een economische eenheid vormt.

Zoals in paragraaf 1 gesteld is, wordt de basis voor de uitspraak van de rechtbank gevormd door de uitleg die zij heeft gegeven aan een onderneming, die wordt aangeduid met groep of concern: een holding met een aantal groepsmaatschappijen. De rechtbank ziet het DAF-concern kennelijk als een verzameling rechtspersonen. DAF Holding is rechtstreeks of middellijk aandeelhouder van haar

groepsmaatschappijen. De activiteiten van de holding bestaan meestal uit het bepalen van de strategie van de groep, het nemen van belangrijke investerings- en financieringsbeslissingen en het leiden en op elkaar afstemmen van de activiteiten van de groepsmaatschappijen. Het feit dat de holding van een groep de beslissende zeggenschap heeft in een groepsmaatschappij en dat de verschillende groepsmaatschappijen als een organisatorisch en economisch geheel opereren wordt ondersteund door het feit dat een groep een geconsolideerde jaarrekening publiceert. In het geval dat een groepsmaatschappij activiteiten ontplooit met een sterk afwijkend karakter, mag deze buiten de geconsolideerde jaarrekening gehouden worden (artikel 2:407 BW). In de jaarrekeningen, die DAF gepubliceerd heeft, onder meer ter gelegenheid van de plaatsing van de obligatielening in 1988 en de beursintroductie in 1989, was DAF Finance Company daarom niet meegeconsolideerd. Van de laatstgenoemde werkmaatschappij bracht DAF in die jaren een afzonderlijk jaarverslag uit.

Op bladzijde 2 eerste regel van het obligatieprospectus wordt DAF omschreven als ‘... de houdstermaatschappij van een Europese internationaal opererende bedrijfswagenindustrie met als hoofdactiviteiten de ontwikkeling, productie, verkoop en service van bedrijfswagens ...’. En op bladzijde 3 van het emissieprospectus wordt DAF gedefinieerd als de vennootschap en haar dochtermaatschappijen. Met de term ‘vennootschap’ wordt volgens dezelfde bladzijde DAF N.V. bedoeld. Dit is de holding, waarvan de aandelen genoteerd zijn op de hiervoor genoemde effectenbeurzen. In plaats van DAF wordt ook de term groep gebezigd. Uit beide documenten, namelijk het jaarverslag en het obligatieprospectus, blijkt dat DAF zichzelf ziet noch presenteert als een verzameling juridisch onafhankelijke rechtspersonen, maar als een economische en organisatorische eenheid die een bepaald product maakt en verkoopt.

Ook al wekt een geconsolideerde balans de indruk dat er sprake is van een economische eenheid van de verschillende rechtspersonen die tot een concern behoren, dan is toch het risico van de moedermaatschappij beperkt tot het eigen vermogen, dat zij in de desbetreffende groepsmaatschappij heeft geïnvesteerd, als er geen (wederzijdse) aansprakelijkstellingen zijn afgegeven in de vorm van bijvoorbeeld een borgstelling of een artikel 403-verklaring. Zie Bartman en Dorresteyn (1994) en Schoonbrood-Wessels (1996a en 1996b).

Uit het jaarverslag 1991 van de DAF Groep blijkt dat de moedermaatschappij zich conform

artikel 2:403 lid 1f BW aansprakelijk stelt voor schulden die uit de rechtshandelingen voortvloeien van een aantal met name genoemde afhankelijke rechtspersonen. Raadpleging van het handelsregister van de Kamer van Koophandel voor Zuidoost-Brabant te Eindhoven brengt aan het licht dat de in artikel 2:403 lid 1f bedoelde aansprakelijkstelling geldt voor vier werkmaatschappijen van de DAF Groep: Van Doorne's Bedrijfswagenfabriek DAF, DAF Special Products, DAF Onroerend Goed Maatschappij en FASA. Zie voor een uitvoerige uiteenzetting over aansprakelijkstellingen en artikel 2:403 BW Beckman (1995).

4 Het Fondsenreglement en het obligatieprospectus van DAF

Het obligatieprospectus van DAF van 17 mei 1988 is opgesteld conform de eisen van het toen vigerende Fondsenreglement van de Vereniging voor de Effectenhandel (juni 1983). In bedoeld reglement bepaalt schema B de inhoud van een prospectus dat moet worden opgesteld in geval van toelating van obligaties tot de officiële notering van de Amsterdamse effectenbeurs. Artikel 1.2 van hoofdstuk 1 van Schema B gaat over de gegevens van de (rechts)personen die verantwoordelijk zijn voor het prospectus en de controle van de jaarrekening vermeld in het prospectus. Daarbij wordt uitdrukkelijk gesteld voor welke gedeelten van het prospectus bedoelde verantwoordelijkheid wordt gedragen door elke partij.

Gezien de bewoordingen in het obligatieprospectus moeten de mededelingen op de bladzijden 1 tot en met 5 (exclusief bladzijde 4) opgevat worden als afkomstig van de lead managers en op bladzijden 6 tot en met 11 als afkomstig van DAF. Bladzijden 4 en 12 bevatten de belangrijkste financiële kengetallen over 1983-1987 respectievelijk de staat van herkomst en besteding van middelen van de laatste drie boekjaren vóór 1988. De overige financiële informatie staat in het jaarverslag 1987, dat deel uitmaakt van het obligatieprospectus.

Verder zijn de volgende artikelen uit Schema B in het kader van deze studie van belang. Artikel 2.1.14 van Schema B van het Fondsenreglement bepaalt dat in het prospectus een omschrijving van de eventueel verstrekte zekerheden of garanties moet zijn opgenomen. Artikel 2.2.3 vereist dat bedingen inzake achterstelling van de lening ten opzichte van andere schulden van de emittent die reeds bestaan of nog zullen worden aangegaan in het prospectus worden vermeld.

Ten slotte is artikel 5.4 van Schema B relevant waarin staat dat de emittent bepaalde gegevens

moet verschaffen, wanneer deze '... een concern vormt met één of meer afhankelijke ondernemingen, in die zin dat ze deze *controleert* (cursivering van auteurs) ...'. Het gaat hier om zaken als belangrijkste activiteiten van de groep, netto-omzet en investeringsbeleid respectievelijk recente ontwikkelingen en vooruitzichten. De mededelingen op bladzijde 2 en verder van het obligatieprospectus zijn consistent met het laatst genoemde artikel.

5 De voornaamste bepalingen van de obligatielening en de juridische duiding

Behalve de toelichting op de obligatielening, zoals deze gegeven is door de toenmalige voorzitter van de Raad van Bestuur van DAF, A. van der Padt, op de bladzijden 6 tot en met 11, worden op bladzijde 5 van het obligatieprospectus de voornaamste bepalingen van de onderhavige obligatielening vermeld. Als zodanig worden genoemd de *pari passu* clause en de *cross default* clause⁴. Een voetnoot op bladzijde 5 geeft aan dat deze twee bepalingen in de trustakte, welke hoort bij het obligatieprospectus, volledig beschreven zijn. De *pari passu* clause, die is genoemd in artikel 7 lid 1, 2 en 3, gaat over het verstrekken van zekerheden door DAF N.V. aan derden zolang nog niet alle obligaties van de lening zijn afgelost. Artikel 7 lid 1 stelt dat

... de verplichtingen uit hoofde van de obligaties ... niet van lagere rang zijn dan alle andere niet door enige zekerheid gedekte verplichtingen ...

Artikel 7 lid 2 luidt:

De debitrice zal niet zo lang niet alle obligaties van deze lening zijn afgelost, ... voor enige andere verplichting zekerheid verschaffen ... tenzij zulk een zekerheid tezelfdertijd gelijkelijk wordt verstrekt voor de onderhavige obligaties.

In de trustakte wordt dus gerefereerd aan de DAF Holding (i.e. de debitrice of DAF N.V.), terwijl in het obligatieprospectus wordt gesproken over de DAF Groep, waardoor bij de obligatiehouders de indruk wordt gewekt, dat de *pari passu* clause zich uitstrekt tot de DAF Groep. De obligatiehouders zouden dezelfde zekerheden verkrijgen als (eventueel later) andere crediteuren. Al voegt Van der Padt er in de toelichting op de obligatie-emissie ten overvloede nog aan toe: '... Het is echter de bedoeling geen nieuwe financieringstransacties met daaraan specifieke zekerheden meer aan te gaan. Voorzover dit toch noodzakelijk zal zijn, zullen de houders van de nu uit te geven obligaties hierin *pari passu* gerangschikt worden.'

Desondanks is er op 1 mei 1989 een 'Facilities Agreement' afgesloten tussen DAF en een aantal banken, waarbij de DAF Groep nieuwe kredietfaciliteit werd verleend in ruil waarvoor de banken zekerheden verkregen. Enige tijd later richtten deze banken OFASEC op waarin alle zekerheden van DAF werden samengebracht. De reden voor de oprichting van OFASEC was onder meer dat de banken geen problemen wilden met andere kredietverstrekkers, die ook rechten zouden kunnen doen gelden op zekerheden van DAF.

In de aanhef van de trustakte wordt echter gesproken over DAF B.V., de 'debitrice' enerzijds, waarmee kennelijk de holding bedoeld wordt, en de NTM, de 'trustee', anderzijds. Een en ander is duidelijk in tegenspraak met wat in het obligatieprospectus is vermeld. Deze ambivalentie leidt er toe, dat nadat DAF Holding een obligatielening heeft uitgeschreven waarbij men de obligatiehouders een pari passu toezegging doet, DAF-dochtermaatschappijen vervolgens een leningsovereenkomst aangaan met verschillende banken en in dat kader zekerheden verstrekken. De vraag die dan aan de orde komt, is of de DAF-dochters gehouden zijn aan de toezegging van de holding en of de obligatiehouders dus rechten kunnen uitoefenen op de zekerheden die (in het kader van een geheel andere lening) aan de banken zijn verstrekt. De rechtsstrijd die daarop volgt, laat een opmerkelijke wisseling van standpunten zien.

Allereerst buigt de rechtbank zich over de zaak. Die kiest voor de trustakte en niet voor hetgeen in het prospectus is vermeld. Bovendien zijn op het tijdstip van aangaan van de obligatielening de dochtermaatschappijen geen debitrice van de lening, zodat de obligatiehouders (in de optiek van de rechtbank) alleen rechten kunnen ontlenen aan de door DAF Holding verstrekte zekerheden en niet die van de dochtermaatschappijen.

Het Hof erkent daarentegen de rechten van de obligatiehouders, met verwijzing naar de rol voor het toelichten van de (omvang van de) vordering. De obligatiehouders konden aan de vermelding van het pari passu recht in het prospectus redelijkerwijs de verwachting ontlenen dat ook de: '... dochtermaatschappijen NTM/obligatiehouders pari passu zouden laten delen in – in de toekomst – aan crediteuren in het kader van groepsfinanciering te verstrekken zekerheden'. De naar redelijke maatstaven oplettende belegger mocht van deze ruime uitleg uitgaan, zo meent het Hof.

De advocaat-generaal volgt het Hof in deze gedachte. Allereerst ligt het: '...op de weg van degene die obligaties uitgeeft klare wijn te schen-

ken' (C99/054, punt 4.28.1). En het kan niet zo zijn dat de banken: '... er met de door de DAF-dochters voor de concernschulden verstrekte zekerheden vandoor zouden gaan, terwijl de obligatiehouders, die eveneens ten behoeve van het concern geld hebben geleend, met lege handen achter zouden blijven' (C99/054, punt 4.33.3).

De Hoge Raad valt echter weer terug op de meer beperkte en meer juridische benadering van de rechtbank. Bij de uitleg van het beding moet worden gekeken naar de trustakte, waarbij alleen de NTM en DAF betrokken waren. Blijkens de trustakte zijn obligatiehouders bij de totstandkoming van die overeenkomst in het geheel geen partij. Pas bij inschrijving door de obligatiehouders treden zij in de door DAF en NTM vastgestelde rechtsverhouding. En zijn dan daarmee gebonden aan de betekenis die DAF en NTM aan de akte mochten toekennen. Voorts overweegt de Hoge Raad dat:

'.. met het oog op de te dezen vereiste duidelijkheid de rechten en verplichtingen van partijen bij de overeenkomsten van geldlening uit de trustakte moet blijken en dat voor de uitleg van het beding de bewoordingen waarin het is vervat, gelezen in het licht van de gehele tekst van de akte en mede gelet op de aard en strekking van de overeenkomsten, in beginsel van doorslaggevende betekenis zijn, zodat geen plaats is voor de maatstaf die, kort gezegd, berust op hetgeen partijen gelet op de omstandigheden van het geval over en weer van elkaar mochten begrijpen'. (C99/054, punt 3.4).

Belangrijk extra argument daarbij is dat het toonderobligaties betreft waarbij het met de aard daarvan niet strookt dat latere verkrijgers andere rechten zouden hebben dan de eerste inschrijvers. De rechten van houders van toonderobligaties moeten dan ook geheel kunnen blijken uit het papier waarin dat vorderingsrecht is belichaamd. Het Hof heeft dan ook ten onrechte geoordeeld dat naast de concept-trustakte ook het prospectus (die geldt voor de inschrijvers en niet voor de latere houders) van belang is.

Daarmee oordeelt de Hoge Raad dat bovenstaande maatstaf 'hetgeen partijen ... mochten begrijpen' welke het Hof heeft gehanteerd bij de beoordeling van de pari passu clausele onjuist is en zij verwijst ter verdere behandeling en beslissing naar het Hof te Den Haag.

En hiermee zijn de obligatiehouders terug bij af, of wellicht nog wel verder. Want hoewel de uitspraak van het Hof pas over enige tijd te verwachten is, geeft de Hoge Raad hiermee het Hof een duidelijke vingerwijzing.

6 Samenvatting en conclusies

DAF Holding en haar werkmaatschappijen zijn een klassiek voorbeeld van een concern of groep van maatschappijen, die een economische en organisatorische eenheid vormen. De directie van DAF aan de ene kant en de lead managers van de obligatielening en de aandelenplaatsing aan de andere kant, hebben in het obligatieprospectus op verschillende plaatsen vermeld dat de rechtspersonen van DAF een aantal *afhankelijke* ondernemingen zijn, die gecontroleerd door de holding een economische eenheid vormen. Dit blijkt bijvoorbeeld uit het feit dat DAF steeds een geconsolideerde jaarrekening gepubliceerd heeft. Er is sprake van een concernstructuur, waarbij de holding of moedermaatschappij de beslissende zeggenschap heeft. Dit betekent dat belangrijke beslissingen, bijvoorbeeld die op het gebied van majeure financieringsactiviteiten zoals het verstrekken van zekerheden voor een krediet aan een combinatie van banken, niet door de werkmaatschappijen van DAF, maar *de facto* door de holding genomen wordt. Via de holding die de zeggenschap heeft in het concern, hebben de obligatiehouders derhalve toegang tot de bezittingen en schulden van de verschillende werkmaatschappijen van DAF. In het licht van de in paragraaf 4 genoemde artikelen uit het Fondsenreglement wekken met name de zinsneden met betrekking tot de *pari passu* clause van de hand van de lead managers en de directie van DAF in het obligatieprospectus sterk de indruk dat onder de aldaar genoemde omstandigheden de obligatiehouders aanspraak zouden kunnen maken op zekerheden van de DAF Groep en niet slechts van DAF Holding.

Het voorgaande leidt tot de conclusie dat de lead managers van de obligatielening en de beursintroductie evenzeer als de directie van DAF in het obligatieprospectus c.a. niet alleen vermeld hebben dat het DAF-concern één onlosmakelijk geheel is, maar ook is de verwachting gewekt dat de zekerheden van elk van de werkmaatschappijen beschouwd kunnen worden als zekerheden waarop de obligatiehouders rechten zouden kunnen gelden onder bepaalde omstandigheden.

Nog afgezien van de vigerende concernstructuur en de bij de Kamer van Koophandel gedeponeerde aansprakelijkstelling conform artikel 2:403 lid 1f BW mogen wij aannemen dat de holding op de hoogte is geweest van de hiervoor bedoelde rechtshandelingen van de werkmaatschappijen. Het komt ons dan ook voor dat de verwachting die naar de obligatiehouders toe gewekt is in het obligatieprospectus, niet in overeenstemming is met de overdracht door de DAF-dochters van de

zekerheden aan de kredietinstellingen.

's Lands hoogste rechter oordeelt echter anders. De Hoge Raad kijkt niet naar wat partijen over en weer van elkaar mochten begrijpen en wat nadrukkelijk door het obligatieprospectus naar voren wordt gebracht, namelijk dat de obligatiehouders zouden kunnen terugvallen op de zekerheden van de DAF Groep, dus holding plus dochters.

De Hoge Raad kijkt nadrukkelijk (alleen) naar de trustakte en de (letterlijke) bewoordingen. Bovendien ziet de Hoge Raad voor de obligatiehouders geen rol weggelegd, omdat die pas op een later moment toetreden en dan en daarmee gebonden zijn aan wat eerder door DAF en NTM is afgesproken. Uit de trustakte van de obligatielening blijkt immers dat uitsluitend de DAF Holding en de NTM partijen zijn bij de onderhavige obligatielening. Daar de holding failliet verklaard is en formeel gezien geen zekerheden meer bezit (want deze bevinden zich bij de onderliggende werkmaatschappijen), heeft dit tot gevolg, dat er voor de houders van de DAF-obligatielening niets meer te halen is.

Het voorgaande impliceert dat de aandeelhouders en obligatiehouders van DAF even slecht af zijn. Gezien het verschil in risicoprofiel tussen aandelen en obligaties is dit voor de obligatiehouders wrang. Immers, nog afgezien van het verschil in verwachte rendement tussen aandelen en obligaties hadden de obligatiehouders de verwachting terug te kunnen vallen op de zekerheden van de DAF Groep vanwege de *pari passu* clause.

Bij een meer economische (dus ruime) benadering dient ook de informatie uit het obligatieprospectus in de overwegingen mede in beschouwing genomen te worden. Maar als, zoals in de rede ligt, het Hof Den Haag in dezelfde lijn als de Hoge Raad uitspraak doet, wordt dat de norm voor de uitleg van de voorwaarden waaronder beursgenoteerde ondernemingen obligatieleningen gaan plaatsen.

Dat leidt tot een meer beperkte, juridische benadering, waarmee zowel beleggers als emittenten nadrukkelijk rekening moeten gaan houden. De wijze waarop DAF z'n obligatielening vorm heeft gegeven, staat zeker niet alleen. Dergelijke leningen zijn natuurlijk eerder en vaker afgesloten, en de financiële belangen die daarbij spelen zijn omvangrijk te noemen. Maar na deze juridische duiding heeft deze vorm wel zijn langste tijd gehad. Nieuwe emissies zullen naast zekerheden (en *pari passu* bedingen) van de holding ook die van de dochter moeten bevatten, omdat anders de wijzer geworden potentiële obligatiebeleggers aan de zijlijn zullen blijven staan. Voor de toekomst is

de zaak nu dus wel duidelijk. Maar de vraag blijft natuurlijk, hoeveel obligatieleningen 'oude stijl' nu nog genoteerd zijn ...

Ten slotte zij op deze plaats benadrukt, dat deze uitspraak van de Hoge Raad (en daarmee deze bespreking) slechts een deel van de problematiek dekt. Daarnaast spelen aspecten als vrijwaring, faillissementspauliana en de verantwoordelijkheid van de emissie begeleidende banken. Banken, die nota bene, op een later moment in een andere rechtsverhouding als financiers van de DAF-dochters optreden. Daarover is het laatste woord zeker nog niet gezegd. En dat, terwijl alleen al aan deze zaak zoveel energie is besteed. Of zoals de advocaat-generaal het formuleert: 'In cassatie wordt 's Hof's uitzonderlijk lange en ampel gemotiveerde arrest met een abundantie aan klachten bestreden'. Hetgeen hem aan het slot van zijn conclusie tot de verzuchting brengt dat in ieder geval het geheven griffierecht naar boven toe moet worden bijgesteld. En daarmee ook in dit aspect blijkt geeft van een economische benadering.

LITERATUUR

- Arrondissementsrechtbank te Amsterdam, Derde Meervoudige Kamer, 15 januari 1997, Vonnis in de zaak rolnummer H.95.0157 (de hoofdzaak) en H.95.2948 (de vrijwaring).
- Bartman, S.M. en A.F.M. Dorresteyn, (1994), *Van het concern* (in het bijzonder Hoofdstuk II.3: Aansprakelijkheid), Gouda Quint Arnhem.
- Beckman, H., (1995), *De Jaarrekeningvrijstelling voor afhankelijke groepsmaatschappijen* (in het bijzonder deel 3: De Aansprakelijkstelling), Kluwer, Deventer.
- Emissieprospectus DAF, 24 mei 1989, Herplaatsing van 17.934.336 Gewone Aandelen op de effectenbeurzen van Amsterdam en Londen.
- Obligatieprospectus DAF, 17 mei 1988, Uitgifte ter vrije inschrijving van nominaal f 150 miljoen 6 3/4% obligaties 1988 per 1993/1996.
- Schoonbrood-Wessels, A.P., (1996a), De aansprakelijkheid van de moeder voor schulden van de dochter: de stand van zaken (I), in: *De Naamlooze Vennootschap 74*, pp. 2-7.
- Schoonbrood-Wessels, A.P., (1996b), De aansprakelijkheid van de moeder voor schulden van de dochter: de stand van zaken (II), in: *De Naamlooze Vennootschap 74*, pp. 37-48.
- Vereniging voor de Effectenhandel, juni 1983 en september 1992, Fondsenreglement, Reglement inzake vereisten voor notering aan de Officiële Markt en de Officiële Parallelmarkt ter beurse van Amsterdam.

Winter, J.W., (1997), Uitleg pari passu clause in obligatielening DAF; geen misleidend prospectus, in: TVVS nr. 97/6, pp. 181-183.

NOTEN

1 Rechtspraak van de Week 2001 afl. 12 nr. 66. Formeel zijn overigens de obligatiehouders in deze procedure geen partij maar is het hun trustee de Nederlandse Trustmaatschappij (NTM) die als verweerder – ten behoeve van hun belangen – naar voren treedt. In de onderhavige uitspraak gaat het om de hoofdzaak: de uitleg van (de reikwijdte) van het pari passu beding. Op dezelfde dag heeft de Hoge Raad nog een zestal andere gerelateerde uitspraken gedaan (veelal ook onder verwijzing naar C99/054) die hier onbesproken blijven.

2 De Hoge Raad heeft zich tevens gebogen over meer juridische aspecten als de vraag of de dochtermaatschappijen ook tegenover de obligatiehouders zekerheden hebben verstrekt, bijvoorbeeld in het kader van de Facilities Agreement of de Securities Agreement. Deze aspecten vallen buiten het kader van dit artikel dat zich vooral richt op het obligatieprospectus.

3 In deze bijdrage is sprake van twee prospectussen. Het eerste prospectus gedateerd 17 mei 1988 betreft de obligatielening. Deze wordt obligatieprospectus genoemd. Het tweede prospectus verscheen ter gelegenheid van de notering van de aandelen DAF op de beurzen van Amsterdam en Londen op 24 mei 1989. De laatste wordt aangeduid met emissieprospectus.

4 De cross default clause (Trustakte, art. 7 lid 4) betekent dat de obligatieschuld of het resterend gedeelte ervan 'dadelijk en ineens' kan worden opgevraagd onder bepaalde omstandigheden, zoals surséance van betaling of faillissement.