

Schadevergoeding voor zittende aandeelhouders bij misleidende berichtgeving? Mr. B.J. de Jong¹ en mr.dr.s. A.C.W. Pijls²

Abstract

Een beursvennootschap kan door middel van haar berichtgeving een misleidend positieve voorstelling van zaken geven. In dat geval kan men onderscheiden tussen (i) degenen die na de misleidend positieve berichtgeving aandeelhouder zijn geworden in de vennootschap, en (ii) degenen die ten tijde van de misleidend positieve berichtgeving reeds aandeelhouder waren in de vennootschap. In dit artikel gaan wij in op de vraag of laatstgenoemden ('zittende aandeelhouders') succesvol schadevergoeding kunnen vorderen van de vennootschap. Hierbij gaat het ons in het bijzonder om het geval dat zij (stellen dat zij) door de misleidend optimistische berichtgeving hun aandelen te laat hebben verkocht, en hierdoor schade hebben geleden. Onze conclusie is dat de proceskansen van de zittende aandeelhouders er niet rooskleurig uitzien. Dit heeft twee redenen. In de eerste plaats is het bewijs van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing problematisch. In de tweede plaats zal een redelijke toerekening van schade in de zin van art. 6:98 BW tot gevolg hebben dat slechts in bepaalde gevallen schadevergoeding kan worden toegekend.

1 Inleiding

De afgelopen jaren hebben zich herhaaldelijk situaties voorgedaan waarin beleggers schade (stellen te) hebben geleden, als gevolg van misleidende berichtgeving door beursgenoteerde effectenuitgevende instellingen. Daarbij komt de vraag op of en in welke mate beleggers recht hebben op schadevergoeding, indien misleiding inderdaad in rechte komt vast te staan. Wij richten ons hier op de situatie dat de vennootschap een te rooskleurige, of anders gezegd misleidend *positieve* voorstelling van zaken geeft. In dat geval kan men onderscheiden tussen (i) degenen die na misleidend positieve berichtgeving belegger zijn geworden in de vennootschap, en (ii) degenen die ten tijde van de misleidend positieve berichtgeving reeds belegger waren in de vennootschap. De meeste procedures zien op de positie van eerstgenoemden, en in het verlengde hiervan is ook in de wetenschappelijke literatuur voornamelijk aandacht besteed aan deze categorie beleggers.³ Recentelijk is in de literatuur echter ook aandacht gevraagd voor de positie van de zojuist genoemde tweede categorie. Zo heeft Rutten onlangs betoogd dat – naast de in het tijdvak van de misleiding toetredende beleggers – ook deze tweede categorie beleggers, door hem aangeduid als 'zittende aandeelhouders',⁴ voor schadevergoeding in aanmerking dient te komen.⁵ Deze belangstelling vanuit de literatuur staat niet op zichzelf, want ook in de recente Fortis-zaak wordt door de

¹ Universitair hoofddocent ondernemingsrecht, verbonden aan het Onderzoekcentrum Onderneming & Recht en het Van der Heijden Instituut van de Radboud Universiteit Nijmegen.

² Promovendus aan de Erasmus School of Law.

³ Zie B.J. de Jong, *Schade door misleiding op de effectenmarkt* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2010 (hierna: De Jong 2012) met verwijzingen.

⁴ Wij zullen hierna aandeelhouders ook wel aanduiden met de ruimere term beleggers.

⁵ K. Rutten, 'De positie van de *zittende* aandeelhouder bij een beursfonds in geval van misleidende financiële verslaggeving', in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2011-2012*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 112, Deventer: Kluwer 2012, p. 243-258 (hierna Rutten 2012).

eisende beleggers onder meer schadevergoeding gevorderd vanwege het feit dat zij zonder de misleiding 'hun aandelen tijdig zouden hebben kunnen verkopen'.⁶

Hebben zittende aandeelhouders recht op schadevergoeding? Het is nuttig om bij de beantwoording van deze vraag een getallenvoorbeeld te gebruiken.⁷ Stel dat een aandeelhouder aandelen houdt waarvan de koers bij het publiceren van misleidende financiële verslaggeving €18 bedraagt, terwijl bij afwezigheid van de misleiding de koers direct zou zijn gedaald naar €15. Stel verder dat vóórdat de misleiding bekend wordt, de koers als gevolg van markt sentiment daalt tot €16. Vervolgens komt de misleiding uit en daalt de koers in één keer naar €11. De aandeelhouder verkoopt zijn aandelen onmiddellijk tegen die koers.⁸ Als nu de aandeelhouder stelt dat hij zonder de misleiding eerder had verkocht tegen een koers van €15 (in plaats van tegen €11), zou de aandeelhouder wellicht schade kunnen vorderen van $(15 - 11) = €4$ per aandeel.⁹ Voor zover het bewijs tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing problematisch is, zou de aandeelhouder mogelijk kunnen stellen dat hem een kans is ontnomen om eerder te verkopen en op basis daarvan kansschade vorderen.¹⁰ Aangenomen dat de ontnomen kans op 60% wordt geschat, zou de kansschade dan neerkomen op $60\% * (15 - 11) = €2,40$ per aandeel.¹¹

In het hiernavolgende zal blijken dat wij slechts in beperkte mate ruimte zien voor vergoeding van zulke (kans)schade van zittende beleggers. Eerst introduceren wij een stappenplan voor de vestiging en omvang van aansprakelijkheid (§ 2). Vervolgens gaan wij in op de problematiek van causaliteitsonzekerheid en kansschade (§ 3). Daarna gaan wij in op schadevaststelling en schadetoerekening aan de hand van het hierboven gegeven getallenvoorbeeld en enkele variaties daarop (§ 4). Wij sluiten af met een conclusie.

2 Stappenplan voor de vestiging en omvang van de aansprakelijkheid

Stel dat de beursvennootschap onrechtmatig handelt in de zin van art. 6:162 lid 2 BW door een misleidende voorstelling van zaken te geven.¹² Wanneer er precies sprake is van een misleidende voorstelling van zaken, hoeft op deze plaats niet uitvoerig te worden besproken. Kort gezegd zal naar ons oordeel de berichtgeving de 'maatman-belegger' moeten kunnen misleiden, dat wil zeggen de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger. Dit maatman-criterium

⁶ Zie Rb. Utrecht 15 februari 2012, *JOR* 2012/243 (*Kortekaas e.a./Lippens e.a.*), r.o. 3.2 onder 8.

⁷ Het voorbeeld is ontleend aan Rutten 2012, p. 254.

⁸ Indien de belegger zijn aandelen niet verkoopt, is niet waarschijnlijk dat hij als gevolg van de misleiding rechtens vergoedbare schade heeft geleden. Immers, het bekend worden van de litigieuze informatie was thans voor hem kennelijk geen reden om zijn aandelen te verkopen, en dan ligt het niet voor de hand aan te nemen dat hij zijn aandelen wél zou hebben verkocht wanneer van meet af aan juiste en volledige informatie zou zijn verstrekt. Het is met andere woorden niet aannemelijk dat de beleggingsbeslissing van deze belegger door de misleiding is beïnvloed. Het door deze belegger geleden koersverlies betreft eigenlijk niets anders dan algemeen beleggingsrisico. Bij afwezigheid van de misleiding had hij zijn aandelen namelijk ook tot €11 zien dalen, maar in dat geval had hij niemand hiervoor (succesvol) aansprakelijk kunnen stellen. In het vervolg van deze bijdrage behandelen wij daarom uitsluitend de positie van zittende aandeelhouders die kort na het bekend worden van de waarheid verkopen.

⁹ In deze zin lijkt Rutten 2012, p. 254 te concluderen.

¹⁰ Deze benadering wordt in Frankrijk wel gevolgd. Zie ook Rutten 2012.

¹¹ In deze zin Rutten 2012, p. 254.

¹² Het kan zowel gaan om handelen in strijd met ongeschreven zorgvuldigheidsnormen, als handelen in strijd met wettelijke voorschriften. Voorbeelden van wettelijke voorschriften zijn art. 6:193a e.v. BW, art. 6:194 e.v. BW, art. 5:25i Wft (verplichting tot publiceren koersgevoelige informatie), en art. 5:58 lid 1 sub d Wft (informatiemaniipulatie).

is afkomstig uit de rechtspraak van de Hoge Raad over een misleidend prospectus,¹³ maar lijkt ons ook van belang voor andere gevallen van misleidende berichtgeving.¹⁴ Wij nemen verder aan dat het onrechtmatig handelen de vennootschap kan worden toegerekend in de zin van art. 6:162 lid 3 BW.

Op grond van het schadevergoedingsrecht dient vervolgens te worden onderzocht of er feitelijk en rechtens causaal verband is tussen de misleiding en door de belegger gestelde schade (art. 6:162 lid 1 BW; art. 6:98 BW). Anders gezegd gaat het hier om de vestiging van aansprakelijkheid. In het Nederlandse recht wordt het causaal verband vastgesteld in twee stappen.¹⁵ Eerst wordt onderzocht of er sprake is van een *condicio sine qua non*-verband (hierna: ‘csqn-verband’), dat wil zeggen, of de schade ook was ontstaan bij het wegdenken van de onrechtmatige daad. Vervolgens wordt onderzocht of rechtens causaal verband kan worden aangenomen, in die zin dat de schade redelijkerwijs kan worden toegerekend aan de schadeveroorzaker (art. 6:98 BW). Art. 6:98 BW kan zowel een rol spelen bij het vestigen van aansprakelijkheid, als bij het normeren van de omvang van de aansprakelijkheid.

De omvang van de aansprakelijkheid, anders gezegd de omvang van de rechtens vergoedbare schade, wordt bepaald op grond van titel 6.1.10 BW. Wij richten ons hier op vermogensschade in de zin van art. 6:96 lid 1 BW. De omvang van de feitelijk geleden schade wordt bepaald door vergelijking van de vermogenstoestand zoals die nu is, met de vermogenstoestand zoals die zonder de onrechtmatige gedraging zou zijn geworden.¹⁶ Bij het vaststellen van de schade op basis van vermogensvergelijking moet een peildatum worden gehanteerd waarop de beide vermogenstoestanden met elkaar worden vergeleken. Vervolgens dient te worden onderzocht in welke mate de aldus bepaalde (feitelijke) schade dient te worden vergoed. Een vermindering van de schadevergoeding is mogelijk op grond van voordeelstoerekening (art. 6:100 BW), toerekening naar redelijkheid (art. 6:98 BW), eigen schuld (art. 6:101 BW) en matiging (art. 6:109 BW).¹⁷

Toegesplitst op schadeclaims van (op het moment van de misleiding) ‘zittende’ beleggers, kan het volgende stappenplan worden opgesteld:

- a. Is er sprake van een causaal verband tussen de misleidende mededeling (of omissie) en de beleggingsbeslissing?
 1. Is de belegger (direct of indirect) op de misleidende mededeling afgegaan (of in geval van een omissie: zou de belegger op de litigieuze informatie zijn afgegaan)?
 2. Zou de belegger bij afwezigheid van de misleiding vervolgens hebben besloten het litigieuze aandeel te verkopen?
- b. Wat is de feitelijk geleden schade?
 1. Welke vervolgbeslissing zou de belegger na verkoop van het litigieuze aandeel hebben genomen?

¹³ HR 27 november 2009, *JOR* 2010/43 m.nt. Frielink.

¹⁴ Bij toepassing van art. 5:58 lid 1 onder d Wft werd in een bestuursrechtelijke context in Rb. Rotterdam 23 september 2011, *JOR* 2011/369 (MF-Global/AFM), r.o. 2.6.5 de maatstaf aangelegd dat de ‘kans aanzienlijk is dat de ontvanger van het bericht, indien die handelt als een redelijk belegger, bij zijn handelen mede rekening zal houden met die informatie’. In de kern is deze maatstaf naar ons oordeel dezelfde als die van de Hoge Raad.

¹⁵ Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 50.

¹⁶ Zie bijv. HR 28 maart 2003, *NJ* 2003, 389; Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 31.

¹⁷ Uitvoeriger hierover De Jong 2010, p. 50-61 met verwijzingen. Rutten 2012 gaat hier in zijn analyse niet op in, terwijl een vermindering van de schadevergoeding naar ons oordeel onder omstandigheden aangewezen is (zie hierna § 4).

2. De feitelijk geleden schade wordt vastgesteld via vergelijking van de feitelijke vermogenspositie met de hypothetische vermogenspositie, waarbij als peildatum het moment van de bekendwording van de misleiding wordt gekozen.

c. Hoeveel bedraagt de rechtens toerekenbare schade (en is er eventueel plaats voor een eigen schuld correctie)?

De eerste stap (a) ziet op het vaststellen van het csqn-verband. De tweede stap (b) ziet op het vaststellen van de feitelijk geleden schade door middel van vermogensvergelijking.¹⁸ Als peildatum kiezen wij het moment waarop de misleiding bekend is geworden. Nadien zijn beleggers bekend, althans behoren bekend te zijn, met de werkelijke toestand van de vennootschap. Het aanhouden dan wel verkopen van effecten is een beleggingsbeslissing waarvan de gevolgen voor rekening van de belegger moeten blijven.

Denkbaar is dat geen scherp onderscheid wordt gemaakt tussen de stappen a1 en a2.¹⁹ Dat lijkt ons op zichzelf geen probleem. Waar wel problemen kunnen ontstaan, is als de stappen a en b1 niet van elkaar worden onderscheiden. Om de actuele en de hypothetische vermogenstoestand op de peildatum te kunnen vergelijken, moet namelijk geschat worden hoe de hypothetische vermogenstoestand zich gedurende de periode van misleiding zou hebben ontwikkeld.²⁰ Onderscheiden kan worden tussen onder meer de situatie dat de belegger meteen na verkoop de verkoopopbrengst in een oude sok zou hebben gestopt,²¹ en de situatie dat de belegger weer opnieuw zou hebben belegd (zie hierna § 4).

3 Causaliteitonzekerheid en kansschade

3.1 Causaliteitonzekerheid en een verlichting van de bewijslast

Op grond van de hoofdregel van art. 150 Rv dient de belegger te stellen en bij voldoende gemotiveerde betwisting te bewijzen dat voldoende causaal verband bestaat tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing. In de praktijk zal de belegger de stappen a1 en a2 echter moeilijk kunnen bewijzen. De reden hiervoor is, om te spreken met de woorden van de Hoge Raad in het World Online-arrest (r.o. 4.11.1):

“dat een belegger zich bij zijn beleggingsbeslissing in het algemeen door een veelheid van factoren zal laten leiden, terwijl bovendien vaak niet valt aan te tonen dat hij daadwerkelijk heeft kennisgenomen van de misleidende mededeling, laat staan dat hij daadwerkelijk door de misleidende mededeling is beïnvloed. Die beïnvloeding kan ook indirect hebben plaatsgehad, doordat de belegger is afgegaan op adviezen of op heersende opinies in de markt, die op hun beurt door de misleidende mededeling in het leven zijn geroepen.”

¹⁸ Betoogd zou kunnen worden dat stap b1 ook nog samenhangt met het csqn-verband tussen enerzijds de misleiding en de daardoor veroorzaakte beleggingsbeslissing, en anderzijds de door de belegger gestelde schade. Zie De Jong 2010, p. 46.

¹⁹ Zo lijkt Rutten 2012 dit onderscheid niet te maken.

²⁰ Rutten 2012 lijkt ten onrechte een verschillende peildatum te hanteren voor enerzijds het vaststellen van de actuele en anderzijds het vaststellen van de hypothetische vermogenstoestand.

²¹ Dit is waarschijnlijk de impliciete aanname in Rutten 2012, p. 254. Deze aanname is echter niet vanzelfsprekend.

De belegger wordt dus geconfronteerd met causaliteitsonzekerheid. In het World Online-arrest over prospectusaansprakelijkheid reikte de Hoge Raad beleggers een helpende hand. Hij oordeelde:

“Met het oog op een effectieve rechtsbescherming en gelet op de met de prospectusvoorschriften beoogde bescherming van (*potentiële*) *beleggers* tegen misleidende mededelingen *in het prospectus*, zal tot uitgangspunt mogen dienen dat *condicio sine qua non*-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aanwezig is.” [cursivering BdJ en ACWP]

De rechter kan volgens de Hoge Raad naar aanleiding van het processuele debat, en mede in aanmerking genomen de aard van de misleidende mededeling(en) en de verder beschikbare informatie tot de conclusie komen dat voormeld uitgangspunt in het concrete geval niet opgaat.

Een eerste vraag die gesteld kan worden, is of het bewijsrechtelijke uitgangspunt uit het World Online-arrest ook van toepassing is op *zittende* beleggers die stellen schade te hebben geleden. Dit wordt uit de uitspraak niet voldoende duidelijk. De Hoge Raad spreekt over (*potentiële*) *beleggers*. Die formulering lijkt door de gebruikte haakjes ruim genoeg om ook zittende beleggers te omvatten. Ook zittende beleggers kunnen beleggingsbeslissingen nemen op basis van een informatiedocument.

Een tweede vraag is of het bewijsrechtelijke uitgangspunt ook van toepassing is buiten gevallen van prospectusaansprakelijkheid, dus waar doorlopende informatieverplichtingen worden geschonden. Is het prospectus een document dat zich duidelijk onderscheidt van andere informatiedocumenten, in die zin dat daaraan ook bewijsrechtelijke betekenis moet toekomen? Een van ons heeft eerder betoogd dat de door de Hoge Raad gebruikte redenering zich er ook voor leent buiten het geval van prospectusaansprakelijkheid te worden toegepast.²² Maar zekerheid is er nog niet op dit punt.

3.2 *Kansschade*

Indien het in de World Online-uitspraak aanvaarde bewijsrechtelijke uitgangspunt niet opgaat voor zittende beleggers bij misleidende berichtgeving, kan het leerstuk van het verlies van een kans mogelijk soelaas bieden voor de causaliteitsonzekerheid. De gedachte is dan dat door de misleiding de belegger een kans is ontnomen om een gunstigere beleggingsbeslissing te nemen. Deze kans kan worden geschat en is op geld waardeerbaar. De verloren kans kan dan worden gekwalificeerd als vermogensschade. Men spreekt hier ook wel over kansschade. Bij deze benadering is het voordeel dat de belegger niet hoeft te bewijzen dat hij inderdaad anders zou hebben gehandeld zonder de misleiding. In plaats daarvan wordt volstaan met het bewijs tussen de fout en de verloren gegane kans, dat doorgaans gemakkelijker te leveren is.

De vraag is of het leerstuk van het verlies van een kans kan worden toegepast op gevallen van beleggingsschade. Uitspraken van de Hoge Raad over het verwante leerstuk van de proportionele aansprakelijkheid doen ons vermoeden dat het leerstuk in beginsel niet zal worden toegepast. Hieronder zullen wij dat toelichten.

²² De Jong 2010, p. 271-272; B.J. de Jong, ‘Liability for Misstatements – European Lessons on Causation from the Netherlands’, *ECFR* 2011, p. 365-366. In die zin ook J.B.S. Hijink, *Publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen* (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2009, p. 381.

Bij proportionele aansprakelijkheid gaat het om aansprakelijkheid corresponderend met de kans dat het desbetreffende nadeel is veroorzaakt door de aansprakelijkheidsvestigende gebeurtenis. Anders dan bij de techniek van het verlies van een kans hoeft er geen csqn-verband te worden aangetoond tussen de fout en de schade.²³ De Hoge Raad heeft een proportionele benadering²⁴ voor het eerst toegelaten in het arrest Nefalit/Karamus²⁵, waarin het ging om aansprakelijkheid van een werkgever tegenover zijn werknemer wegens blootstelling aan asbest. De werkgever was tekortgeschoten in zijn zorgplicht. Het csqn-verband tussen die normschending en de gezondheidsschade van de werknemer (longkanker) liet zich echter niet vaststellen. Indien de kans dat de gezondheidsschade door schending van de zorgplicht is veroorzaakt niet zeer groot of zeer klein is, geldt volgens de Hoge Raad dat het – mede gelet op de strekking van de norm en de aard van de normschending – onaanvaardbaar is de onzekerheid geheel voor rekening van de werkgever of werknemer te laten. De rechter mag dan de werkgever tot vergoeding van de gehele schade veroordelen, met vermindering van de vergoedingsplicht van de werkgever in evenredigheid met de, op een gemotiveerde schatting berustende, mate waarin de aan de werknemer toe te rekenen omstandigheden tot diens schade hebben bijgedragen. De verwijzing van de Hoge Raad naar de strekking van de norm – bij Nefalit/Karamus: het voorkomen van gezondheidsschade – en de aard van de geschonden norm – bij N/K: de zorgplicht van een werkgever jegens een werknemer – noopt tot een terughoudende toepassing.

Deze terughoudende benadering wordt ook zichtbaar in latere arresten die betrekking hebben op beleggingschade. Zo had A-G Timmerman in zijn conclusie voor het World Online-arrest een voorzet gedaan voor toepassing van het leerstuk bij beoordeling van het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing, maar de Hoge Raad volgt hem daarin niet. Belangrijker is het arrest Fortis/Bourgonje²⁶. Daarin oordeelde de Hoge Raad dat de benadering in het arrest Nefalit/Karamus met terughoudendheid moet worden toegepast, omdat anders de mogelijkheid bestaat dat iemand aansprakelijk wordt gehouden voor een schade die hij niet, of niet in de door de rechter aangenomen mate, heeft veroorzaakt. Voor toepassing van een proportionele benadering kan volgens de Hoge Raad met name aanleiding zijn indien de aansprakelijkheid van de aangesproken partij op zichzelf vaststaat, een niet zeer kleine kans bestaat dat het csqn-verband tussen de geschonden norm en de geleden schade aanwezig is, en de strekking van de geschonden norm en de aard van de normschending de toepassing van de genoemde regel rechtvaardigen. In het arrest Fortis/Bourgonje was de aard van de geschonden norm de waarschuwingsplicht van een vermogensbeheerder tegenover zijn cliënt. De strekking van de geschonden norm was het voorkomen van vermogensschade. De kans dat de belegger (Bourgonje) zich zonder meer en onverwijld zou hebben neergelegd bij een uitdrukkelijke aanbeveling van de vermogensbeheerder aandelen

²³ Doorgaans wordt de schade dan wel anders gedefinieerd dan bij toepassing van het leerstuk van de verloren kans, namelijk als de ‘definitieve’ of ‘werkelijke’ schade waarin geen kansmomenten zijn verdisconteerd. Zie voor een interessante uiteenzetting van de verschillen tussen beide leerstukken de noot van Tjong Tjin Tai bij HR 31 maart 2006, *NJ* 2011, 250 (*Nefalit/Karamus*), waarover kritisch A.J. Akkermans & Chr.H. van Dijk, ‘Proportionele aansprakelijkheid, omkeringsregel, bewijslastverlichting en eigen schuld: een inventarisatie van de stand van zaken’, *AV&S* 2012/17.

²⁴ Mogelijk is het niet geheel zuiver om de techniek die de Hoge Raad hanteert te kwalificeren als proportionele aansprakelijkheid, waarover J.S. Kortmann, ‘Karamus/Nefalit: proportionele aansprakelijkheid?’, *NJB* 2006, p. 1405 e.v.

²⁵ HR 31 maart 2006, *NJ* 2011/250 m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai.

²⁶ HR 24 december 2010, *NJ* 2011/251 m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai; *JOR* 2011/54 m.nt. A.C.W. Pijls; *Ondernemingsrecht* 2011, met commentaar A.A. Ettema.

van de hand te doen, was niet bijzonder groot te noemen. De bedoelde terughoudendheid brengt in een *zodanig geval* mee dat het tegenover de vermogensbeheerder onaanvaardbaar is de regel van Nefalit/Karamus toe te passen, aldus de Hoge Raad.

Naar ons oordeel zal proportionele aansprakelijkheid gelet op bovenstaande rechtspraak niet snel kunnen worden toegepast bij beleggingsschade en schending van een waarschuwings- of informatieplicht ten aanzien van financiële producten.²⁷ Wij nemen aan dat de terughoudendheid niet alleen ziet op proportionele aansprakelijkheid, maar ook op het leerstuk van het verlies van een kans. Bij toepassing van beide leerstukken is immers denkbaar dat de aangesproken partij de ‘werkelijke’ of ‘definitieve’ vermogensschade niet heeft veroorzaakt. Op de achtergrond speelt waarschijnlijk tevens mee dat de kans dat de belegger op een bepaalde manier zou hebben gehandeld zich moeilijk objectief en wetenschappelijk laat bepalen. Waar in de zaak Nefalit/Karamus een statistische kansberekening beschikbaar was, zal dit ten aanzien van hypothetische beleggingsbeslissingen niet mogelijk zijn.²⁸

4 Schadevaststelling en -toerekening

4.1 Inleiding

Als de hindernis van het causaal verband tussen enerzijds de misleidende informatie en anderzijds de beleggingsbeslissing van de belegger – al dan niet met toepassing van het leerstuk van proportionele aansprakelijkheid of kansschade – eenmaal is genomen, is vervolgens de schadevaststelling en -toerekening aan de orde. Vastgesteld moet worden welke schade de misleiding feitelijk heeft veroorzaakt, en in welke mate de feitelijk geleden schade aan de aansprakelijke partij kan worden toegerekend. In deze paragraaf zullen wij deze exercitie uitvoeren voor de zittende aandeelhouder die in geval van een negatief beursklimaat stelt dat hij bij afwezigheid van de misleiding zijn aandelen eerder zou hebben verkocht. Hierbij zullen we in § 4.2 eerst uitgaan van de voorbeeldcasus uit de Inleiding, waarin de situatie zich voordoet dat de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding toeneemt. Vervolgens zullen we in § 4.3 en § 4.4 de casus enigszins wijzigen, en uitgaan van de situatie waarin de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding constant is, respectievelijk afneemt. Hierbij zal in het kader van de schadevaststelling en -toerekening in eerste instantie de aanname worden gehanteerd dat in het processuele debat vaststaat dat de beleggingsbeslissing van de zittende aandeelhouder om zijn aandelen aan te houden daadwerkelijk door de misleiding is beïnvloed, en dat hier derhalve geen onzekerheid over bestaat. In § 4.5 zullen we deze aanname daarna loslaten, en het schadevraagstuk behandelen voor de situatie waarin onzeker is of de beleggingsbeslissing van de zittende aandeelhouder door de misleiding is beïnvloed, en waarin deze onzekerheid vervolgens wordt geadresseerd door toepassing te geven aan het leerstuk van kansschade.

²⁷ Evenzo Tjong Tjin Tai in zijn NJ-noot en Pijls in zijn JOR-noot. Zie voorts de conclusie (nr. 3.77) van A-G Wissink bij het arrest Fortis/Bourgonje. Het is opmerkelijk dat Rutten 2012 niet wijst op de terughoudende benadering van de Hoge Raad ter zake van een proportionele benadering bij beleggingsschade.

²⁸ Vgl. Tjong Tjin Tai in nr. 3 van zijn noot bij HR 24 december 2010, NJ 2011/251. Vgl. ook S.D. Lindenberg & S.B. Pape, ‘Proportionele aansprakelijkheid bij onzeker causaal verband: deel 2’, AA 2011-10, p. 724-725.

4.2 *Het geval van een toename van de koersinflatie*

Eerst behandelen wij de situatie waarin de koersinflatie als gevolg van een stijgende marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding toeneemt. Op het moment dat de misleiding begint noteert de koers €18, maar bij afwezigheid van de misleiding zou deze (meteen) zijn gedaald naar €15. De koersinflatie bedraagt in eerste instantie dus $(18 - 15 =) €3$. Op het moment dat de misleiding bekend wordt, daalt de koers in één keer van €16 naar €11, dus aan het eind van het tijdvak van de misleiding heeft de koersinflatie een omvang van €5.²⁹ Hoeveel bedraagt in dit geval de feitelijk geleden schade van de zittende aandeelhouder die in de hypothetische situatie zonder misleiding zijn aandeel meteen zou hebben verkocht, en in hoeverre kan deze schade op de voet van art. 6:98 BW aan de aansprakelijk gestelde partij worden toegerekend? Deze vraag zullen wij hierna voor een tweetal scenario's beantwoorden. In de eerste plaats voor het scenario waarin in het processuele debat komt vast te staan dat de belegger bij afwezigheid van de misleiding zijn geld meteen na verkoop in een oude sok zou hebben gestopt (en het daarin zou hebben laten zitten tot ten minste het moment waarop de misleiding bekend werd). In de tweede plaats voor het scenario waarin in het processuele debat komt vast te staan dat de belegger bij afwezigheid van de misleiding zijn geld meteen na verkoop in een representatieve benchmark zou hebben belegd. Hierbij zij nog aangetekend dat in het processuele debat deze scenario's niet als vanzelfsprekend mogen worden aangenomen. Op grond van de hoofdregel van art. 150 Rv is het aan de eisende belegger om te stellen en bij betwisting te bewijzen hoe in de hypothetische situatie zonder misleiding de verkoopbrengst zou zijn belegd.

a. De belegger zou zijn geld na verkoop in een oude sok hebben gestopt

In het scenario waarin de belegger zijn geld meteen na verkoop in een oude sok zou hebben gestopt, bedraagt – uitgaande van het moment van bekendwording van de misleiding als peildatum – de feitelijke geleden schade €4. Immers, in de feitelijke situatie kon de belegger na het bekend worden van de misleiding zijn aandeel slechts tegen een koers van €11 verkopen, terwijl hij bij afwezigheid van de misleiding zijn aandeel tegen een koers van €15 had kunnen verkopen, en deze €15 had kunnen behouden door zijn geld meteen na verkoop in een oude sok te stoppen. Deze feitelijk geleden schade van €4 is op zijn beurt opgebouwd uit twee componenten. Zij omvat ten eerste een bedrag van €2 koersverlies dat de belegger heeft geleden doordat de koers over het tijdvak van de misleiding (onder invloed van externe factoren) is gedaald van €18 naar €16. Dit bedrag van €2 weerspiegelt met andere woorden het algemene (negatieve) marktsentiment. Zij omvat ten tweede een bedrag van €2 koersverlies dat de belegger (extra) heeft geleden doordat de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding is toegenomen. Voor beide schadecomponenten – die beide in csqn-verband staan met de misleiding – rijst de vraag of zij aan de aansprakelijk gestelde partij kunnen worden toegerekend in de zin van art. 6:98 BW.

Voor de schadecomponent die het algemene negatieve marktsentiment weerspiegelt, zouden wij deze vraag zonder meer ontkennend willen

²⁹ Aangenomen dat de koersdaling van €5 volledig is terug te voeren op het bekend worden van de misleidende informatie, en niet (gedeeltelijk) is terug te voeren op macro-economische, sectorgerelateerde of (andere aan de misleiding ongerelateerde) bedrijfsspecifieke factoren.

beantwoorden.³⁰ Met het aanhouden van zijn effecten heeft de belegger er namelijk welbewust voor gekozen zich bloot te stellen aan alle aan het aandeel verbonden risico's (behoudens dan het risico op koersverlies voortvloeiend uit misleidende informatie). Blijkt deze keuze dan onverhoopt teleurstellend uit te pakken doordat de risico's zich ten kwade realiseren, dan gaat het niet aan de rekening hiervan aan een derde te presenteren. Meer juridisch zou men kunnen zeggen dat de effectenrechtelijke informatieverplichtingen er niet toe strekken beleggers te beschermen tegen (het zich ten kwade realiseren van) algemene beleggingsrisico's. Op grond van de toerekeningsfactor *strekking van de geschonden norm*³¹ is daarom verdedigbaar het koersverlies dat is terug te voeren op negatief marktsentiment niet aan de aansprakelijk gestelde partij toe te rekenen. De toerekeningsfactor *voorzienbaarheid van de schade*³² wijst in dezelfde richting. Zo is voor de *laedens* weliswaar te voorzien dat (een deel van) het beleggende publiek als gevolg van de misleiding koersschade zal lijden, maar voor haar is op het moment dat de misleiding begint niet te voorzien of macro-economische, sectorgerelateerde of (andere aan de misleiding ongerelateerde) bedrijfsspecifieke factoren zich in positieve dan wel in negatieve zin zullen ontwikkelen. Verder pleit ook de toerekeningsfactor *verwijderdheid van de schade*³³ voor een strenge³⁴ toerekening. De meest nabije oorzaak van het koersverlies betreffende het negatieve marktsentiment is immers gelegen in externe omstandigheden. De meest nabije oorzaak van dit koersverlies is *niet* gelegen in de misleiding en de daaropvolgende beleggingsbeslissing van de belegger om zijn aandelen vooralsnog niet te verkopen.

Voor de schadecomponent die de toename van de koersinflatie weerspiegelt, ligt het toerekeningsvraagstuk naar ons oordeel iets genuanceerder. Aan de ene kant kan men zeggen dat hier sprake is van een interactie tussen enerzijds externe factoren en anderzijds de misleidende informatie met als gevolg dat de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding (en daarmee het uiteindelijke koersverlies) toeneemt. Aangezien – zoals zojuist is verdedigd – koersverlies dat wordt veroorzaakt door externe factoren niet voor vergoeding in aanmerking komt, pleit dat ervoor het bedrag van de toename niet aan de schadeveroorzaker toe te rekenen. Aan de andere kant hoeft het niet in alle gevallen zonder meer redelijk te zijn het bedrag van de toename niet voor vergoeding in aanmerking te laten komen. Zo zijn er omstandigheden denkbaar waarin een dergelijke uitkomst (voor de belegger) te streng uitpakt.

Wij geven een voorbeeld. Stel dat vennootschap X op tijdstip T_0 (bijvoorbeeld in reactie op marktgeruchten en/of vragen van analisten) een persbericht publiceert met de mededeling dat zij *niet* bloot staat aan een bepaald risico. Op een efficiënte markt heeft dit risico uiteraard een prijs, dus er ontstaat op dat moment koersinflatie. Aangenomen wordt dat het desbetreffende risico op tijdstip T_0 in de markt nog niet echt een relevante kwestie is, zodat het slechts om een klein bedrag aan koersinflatie gaat. Stel verder dat in de periode T_0 - T_1 de marktomstandigheden verslechteren, en dat sprake is van een verslechterend beursklimaat (althans in de sector waaruit het litigieuze aandeel afkomstig is). We nemen aan dat deze verslechterende marktomstandigheden er onder meer toe leiden dat het bewuste risico voor de markt

³⁰ Zie in vergelijkbare zin voor de spiegelbeeldige situatie waarin de *toetredende* aandeelhouder zich op het standpunt stelt dat hij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel in het geheel niet zou hebben gekocht, De Jong 2010, p. 187-188.

³¹ Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 65.

³² Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 69.

³³ Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 64.

³⁴ Streng vanuit het oogpunt van de belegger.

gaandeweg een relevantere kwestie wordt. De koersinflatie zal hierdoor dus toenemen. Vervolgens maakt de vennootschap op T_1 bekend dat haar eerdere mededeling niet juist was, en dat zij wel bloot staat aan het desbetreffende risico. De inmiddels gestegen koersinflatie zal op dat moment uit de koers lopen. Wanneer in zo'n geval de belegger die stelt bij afwezigheid van de misleiding zijn aandeel tijdig te hebben verkocht aannemelijk kan maken dat hij op tijdstip T_0 ervoor koos om – in plaats van het te verkopen – het litigieuze aandeel aan te houden *juist omdat* de vennootschap niet bloot stond aan het risico dat op tijdstip T_0 al een klein beetje relevant was, achten wij het niet onredelijk het bedrag van de toename van de koersinflatie aan de schadeveroorzaker toe te rekenen. Deze belegger had er immers bewust voor gekozen het door de vennootschap verzwegen risico te vermijden, dus wanneer dit risico onder invloed van externe factoren dan gaandeweg toeneemt (en daarmee de koersinflatie), waarom zou het hieruit voortvloeiende (extra) koersverlies dan voor zijn rekening moeten komen?

b. De belegger zou zijn geld na verkoop in een benchmark hebben belegd

In het scenario waarin de belegger zijn geld meteen na verkoop zou hebben (her)belegd in een representatieve benchmark, bedraagt de feitelijk geleden schade € 2. Dit wordt als volgt ingezien. In de feitelijke situatie stond de koers van het litigieuze aandeel na het bekend worden van de misleiding op een niveau van €11. In de hypothetische situatie zonder misleiding daarentegen zou de belegger zijn aandeel tegen een koers van €15 hebben verkocht, en zou hij dit bedrag van €15 meteen weer hebben herbelegd. Ervan uitgaande dat hij deze €15 in dezelfde sector zou hebben belegd als de sector waaruit het litigieuze aandeel afkomstig was, zou deze herbelegging hebben geresulteerd in een koersverlies van € 2.³⁵ Dezelfde externe factoren die ervoor zorgden dat de koers van het litigieuze aandeel over het tijdvak van de misleiding is gedaald van €18 naar €16, hebben er immers ook voor gezorgd dat de koersen van alle andere aandelen uit de desbetreffende sector zijn gedaald. Worden de vermogensposities van de belegger in de feitelijke situatie respectievelijk de hypothetische situatie zonder misleiding vervolgens met elkaar vergeleken, dan resulteert dat in een schadebedrag van $((15 - 2) - 11) = €2$. Deze schade van €2 weerspiegelt precies het bedrag van de toename in de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding. Zoals hierboven *sub a* uitgelegd, is onder omstandigheden verdedigbaar dit bedrag aan de aansprakelijk gestelde partij toe te rekenen.

4.3 *Het geval van een constante koersinflatie*

Vervolgens behandelen wij de situatie waarin de koersinflatie over het gehele tijdvak van de misleiding €3 bedraagt. In plaats van dat de koers op het moment van de bekendwording van de misleiding daalt van €16 naar €11, gaan we er nu dus van uit dat de koers daalt van €16 naar €13. Hoeveel bedraagt in dit geval de feitelijke geleden schade, en in hoeverre is deze schade *rechtens toerekenbaar*? Deze vraag zullen we hier wederom beantwoorden voor zowel het scenario waarin

³⁵ Wij wijzen erop dat het koersverlies dat de belegger in de hypothetische situatie zonder misleiding zou hebben geleden iets minder bedraagt dan €2, wanneer ervan wordt gegaan dat op de hypothetische (her)belegging *procentueel gezien* exact hetzelfde (negatieve) rendement zou zijn behaald als thans – afgezien van (het bekend worden van) de misleidende informatie – op het litigieuze aandeel is behaald ($(16 - 18) / 18 = -11\%$).

de belegger in de hypothetische situatie zonder misleiding zijn geld meteen na verkoop in een oude sok zou hebben gestopt, als voor het scenario waarin hij zijn geld meteen na verkoop in een representatieve benchmark zou hebben belegd.

a. De belegger zou zijn geld na verkoop in een oude sok hebben gestopt

In het eerstgenoemde scenario bedraagt de feitelijk geleden schade €2. Immers, in de feitelijke situatie kon de belegger na het bekend worden van de misleiding zijn aandeel slechts tegen een koers van €13 verkopen, terwijl hij bij afwezigheid van de misleiding zijn aandeel tegen een koers van €15 had kunnen verkopen, en deze €15 had kunnen behouden door zijn geld meteen na verkoop in een oude sok te stoppen. Dit schadebedrag van € 2 representeert precies het negatieve marktsentiment waaraan de belegger (in de feitelijke situatie) is blootgesteld doordat de koers van het litigieuze aandeel over het tijdvak van de misleiding is gedaald van €18 naar € 16. Zoals uitgelegd in § 4.2 *sub a*, dient deze € 2 niet voor vergoeding in aanmerking te komen.

b. De belegger zou zijn geld na verkoop in een benchmark hebben belegd

In het scenario waarin de belegger zijn geld meteen na verkoop zou hebben (her)belegd in een representatieve benchmark, bedraagt de feitelijk geleden schade € 0. Immers, in de feitelijke situatie stond de koers van het litigieuze aandeel na het bekend worden van de misleiding op een niveau van €13, terwijl de belegger in de hypothetische situatie zonder misleiding zijn aandeel tegen een koers van €15 zou hebben verkocht, hij dit bedrag van € 15 meteen weer zou hebben (her)belegd, waarna hij alsnog €2 koersverlies zou hebben geleden.³⁶ Dezelfde (externe) factoren die ervoor zorgden dat de koers van het litigieuze aandeel over het tijdvak van de misleiding is gedaald van €18 naar €16, hebben er namelijk ook voor gezorgd dat de koersen van alle andere aandelen uit de desbetreffende sector zijn gedaald. Vergelijking van de beide vermogensposities resulteert vervolgens in een schadebedrag van $(15 - 2) - 13 = €0$. De *schadetoerekening* is nu niet langer relevant.

4.4 *Het geval van een afname van de koersinflatie*

Tot slot behandelen wij de situatie waarin de koersinflatie als gevolg van een afnemende marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding afneemt. In plaats van dat de koers op het moment van de bekendwording van de misleiding daalt van € 16 naar €11, gaan we er thans van uit dat de koers daalt van €16 naar €14. Hoeveel bedraagt nu de feitelijke geleden schade, en in welke mate is zij *rechtens toerekenbaar*? Deze vraag zullen wij wederom beantwoorden voor de twee eerder onderscheiden scenario's.

a. De belegger zou zijn geld na verkoop in een oude sok hebben gestopt

In het scenario waarin de belegger zijn geld meteen na verkoop in een oude sok zou hebben gestopt, bedraagt de feitelijke geleden schade €1. Immers, in de feitelijke situatie kon de belegger na het bekend worden van de misleiding zijn aandeel slechts

³⁶ Hierbij wordt ervan uitgegaan dat de belegger deze €15 in dezelfde sector zou hebben belegd als de sector waaruit het litigieuze aandeel afkomstig was

tegen een koers van €14 verkopen, terwijl hij bij afwezigheid van de misleiding zijn aandeel tegen een koers van €15 had kunnen verkopen, en deze €15 had kunnen behouden door zijn geld meteen na verkoop in een oude sok te stoppen. Dit schadebedrag van €1 weerspiegelt louter negatief marktsentiment. Zoals uitgelegd in § 4.2 *sub a*, dient dit bedrag niet voor vergoeding in aanmerking te komen.

b. De belegger zou zijn geld na verkoop in een benchmark hebben belegd

In het scenario waarin de belegger zijn geld meteen na verkoop zou hebben (her)belegd in een representatieve benchmark, bedraagt de feitelijk geleden schade €-1. Immers, in de feitelijke situatie stond de koers van het litigieuze aandeel na het bekend worden van de misleiding op een niveau van €14, terwijl de belegger in de hypothetische situatie zonder misleiding zijn aandeel tegen een koers van €15 zou hebben verkocht, hij dit bedrag van €15 meteen weer zou hebben (her)belegd, waarna hij alsnog €2 koersverlies zou hebben geleden. Vergelijking van de beide vermogensposities resulteert dan in een schadebedrag van $(15 - 2) - 14 = €-1$. Aangezien een negatief schadebedrag juridisch gezien uiteraard niet mogelijk is, moet de schade hier worden vastgesteld op een bedrag van €0. De schadetoerekening is daarmee niet langer aan de orde.

4.5 *Schadevergoeding in geval van causaliteitsonzekerheid*

Uit voorgaande analyse volgt dat alleen in geval van een toenemende koersinflatie over het tijdvak van de misleiding voor de zittende aandeelhouder eventueel sprake kan zijn van rechtens toerekenbare schade. Dit is een belangrijke observatie, want dit impliceert dat wanneer in het processuele debat *niet* komt vast te staan dat de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding is toegenomen (of wanneer in het debat komt vast te staan dat de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding constant was of is afgenomen), het verder geen zin meer heeft om te zoeken naar oplossingen voor een eventueel onzeker causaal verband tussen enerzijds de misleidende informatie en anderzijds de beleggingsbeslissing van de belegger (stap a uit het eerdergenoemde stappenplan). De rechtens toerekenbare schade is dan immers toch €0, ongeacht of de beleggingsbeslissing is beïnvloed. Om deze reden behandelen wij hier alleen voor het scenario van een toenemende koersinflatie het leerstuk van kansschade als oplossing voor de genoemde causaliteitsonzekerheid (gesteld dat deze oplossing rechtens toelaatbaar is).

Toepassing van dit leerstuk op de casuspositie van § 4.2 betekent het volgende. Zowel in het scenario waarin de zittende aandeelhouder bij afwezigheid van de misleiding zijn geld meteen na verkoop in een oude sok zou hebben gestopt, als in het scenario waarin hij zijn geld in een representatieve benchmark zou hebben belegd, bedraagt de rechtens toerekenbare schade €2. Het maakt voor de hoogte van de schadevergoeding in dit geval dus niet uit welke vervolgbeslissing de zittende aandeelhouder in de hypothetische situatie zonder misleiding zou hebben genomen (stap b1 uit het eerdergenoemde stappenplan).³⁷ Aannemende dat de zittende aandeelhouder *niet* (met een voldoende mate van zekerheid) kan bewijzen dat hij bij

³⁷ Desgewenst zou in het kader van de schadebegroting eventueel nog met een gewogen gemiddelde kunnen worden gewerkt wanneer bijvoorbeeld kan worden vastgesteld dat de belegger met een kans van 40% zijn geld in oude sok zou hebben gestopt, en met een kans van 60% zijn geld in een representatieve benchmark zou hebben belegd. Omdat in dit geval de rechtens toerekenbare schade in beide scenario's €2 bedraagt, zou dat hier voor de hoogte van de uiteindelijke schadevergoeding echter geen verschil maken ($40\% * 2 + 60\% * 2 = 2$).

afwezigheid van de misleiding zijn aandelen (meteen) zou hebben verkocht, maar hij *wel* kan bewijzen dat hem als gevolg van de misleiding de kans is ontnomen zijn aandelen tijdig te verkopen, is de hoogte van de rechtens vergoedbare schade in beginsel gelijk aan € 2 vermenigvuldigd met de kans dat het aandeel zou zijn verkocht. De grootte van deze kans laat zich moeilijk objectief en wetenschappelijk vaststellen (zie § 3.2). De kans zal daarom door de rechter moeten worden geschat aan de hand van het beleggingsgedrag en –profiel van de belegger.³⁸ Grosso modo kan men zeggen dat wanneer het om een passieve particuliere belegger gaat, deze kans relatief klein zal zijn, en wanneer het om een actieve professionele belegger gaat, de kans (relatief gezien) iets groter zal zijn.³⁹ Wordt de kans in een concreet geval door de rechter bijvoorbeeld begroot op 25%, dan heeft de belegger in beginsel recht op $(25\% * 2 =) € 0,50$ schadevergoeding. Bewust zeggen wij ‘in beginsel’, want een eventuele (verdere) vermindering van de schadevergoeding op grond van titel 6.1.10 BW blijft uiteraard onverminderd mogelijk.

5 Conclusie

Op grond van de voorgaande analyse komen wij tot de conclusie dat de zittende aandeelhouder die schadevergoeding vordert op grond van de stelling dat hij bij afwezigheid van de misleiding zijn aandeel eerder zou hebben verkocht waardoor hem koersverlies bespaard zou zijn gebleven, niet in een benijdenswaardige positie verkeert. Wil hij voor schadevergoeding in aanmerking komen, dan moet hij ten minste twee belangrijke hindernissen nemen.

In de eerste plaats moet kunnen worden vastgesteld dat hij op de misleidende informatie is afgegaan, en dat deze informatie hem er vervolgens toe heeft bewogen zijn aandelen vooralsnog aan te houden. Dit is voor de belegger een lastige hindernis, want vaak zal achteraf niet meer te achterhalen zijn of, en zo ja, op welke wijze, de litigieuze informatie zijn beleggingsbeslissing heeft beïnvloed. Weliswaar is niet uitgesloten dat de bewijslast van de belegger op dit punt wordt verlicht, maar op grond van de huidige rechtspraak van de Hoge Raad is dit (vooralsnog) hoogst onzeker. Zo is ten eerste onzeker of de zittende aandeelhouder kan profiteren van het vermoeden van causaal verband zoals dat door de Hoge Raad is geformuleerd in het World Online-arrest (nog even daargelaten het antwoord op de vraag of dit vermoeden alleen van toepassing bij prospectusaansprakelijkheid, of dat het ook buiten gevallen van prospectusaansprakelijkheid mag worden toegepast). Daarnaast ligt het niet voor de hand dat de zittende aandeelhouder kan profiteren van een verlichting van de bewijslast via (toepassing van) het leerstuk van kansschade of proportionele aansprakelijkheid.

Een tweede lastige hindernis die de zittende aandeelhouder moet nemen, is dat hij alleen voor schadevergoeding in aanmerking kan komen, als hij kan aantonen dat de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding is toegenomen. Dit is een moeilijke bewijsopdracht, want dit betekent dat hij met een gedetailleerd (en aannemelijk) verhaal moet komen over hoe de koers zich bij afwezigheid van de misleiding over *het gehele tijdvak* van de misleiding precies zou hebben ontwikkeld.

Onze conclusie is dat de proceskansen van de schadevergoeding eisende zittende aandeelhouder er niet zo rooskleurig uitzien.

³⁸ Zie hierover De Jong 2010, p. 297-298. Zie in dit verband ook A.C.W. Pijls, ‘Het bewijs van causaal verband bij informatieverzuimen in de beleggingspraktijk’, *NTBR* 2009-5, p. 179-180.

³⁹ Ten opzichte van de schakeringen ‘passieve particuliere’ belegger en ‘actieve professionele belegger’ zijn uiteraard nadere verfijningen mogelijk.