

Het causaliteitsvereiste bij prospectusaansprakelijkheid¹

Mr. drs. A.C.W. Pijls²

1. Inleiding

Beurskoersen zijn volatiel. In deze turbulente tijden zijn we daar dagelijks getuige van. Waar beurskoersen kelderen, worden op grote schaal (koers)verliezen geleden. Dat risico is inherent aan beleggen op de beurs en wie dat wil voorkomen, moet niet gaan beleggen. Wat niet tot het gewone beleggersrisico behoort, is dat de beurskoers ineens instort omdat deze door middel van misleidende berichtgeving eerder omhoog is gestuwd. Op misleidende berichtgeving (en dito koersvorming!) hoeven beleggers niet bedacht te zijn. In geval van koersverlies veroorzaakt door misleidende informatie kan men daarom spreken van *schade*.

Deze bijdrage gaat over prospectusaansprakelijkheid. Hoewel hierover de afgelopen 15 jaar al veel is gezegd en geschreven, is er weinig aandacht besteed aan vragen over causaliteit en schade. Tot dusver wisten vooral de aspecten normschending en schuld de aandacht op zich gevestigd. In deze bijdrage wil ik het debat omtrent prospectusaansprakelijkheid verbreden en ook de causaliteitsvraag de aandacht geven die zij verdient. Hierbij richt ik mij op de vennootschap die in verband met een aanstaande beursintroductie een (beurs)prospectus publiceert. Aansprakelijkheid voor andere soorten prospectussen laat ik buiten beschouwing.

2. Probleemstelling

Ik begin met enige (noodzakelijke) achtergrondinformatie. De gebruikelijke manier waarop in de beurspraktijk het introductieproces wordt gestructureerd is de zgn. ‘bookbuilding-methode’. Het doel van deze methode is om voorafgaand aan de beursgang in de markt de belangstelling te peilen voor het te noteren aandeel. Op deze wijze kan de aanstaande beursvennootschap - zonder de beschikking te hebben over gerealiseerde koerscijfers - achterhalen welke prijs de markt voor het aandeel wil betalen.³ Het (voorlopig) prospectus is hierbij het centrale informatiedocument waarop geïnteresseerde beleggers hun beleggingsbeslissing (moeten) baseren. Geeft dit prospectus de zaken misleidend weer, dan worden de aangeboden aandelen in de markt gezet op basis van ondeugdelijke informatie. Het gevolg is dat het door de bookbuilding-methode gegenereerde koersvormingsproces op onzuivere wijze plaatsvindt, waardoor de introductiekoers te hoog zal worden vastgesteld. Komt na enige tijd de werkelijkheid naar buiten, dan zal de markt zich realiseren dat de (gang van zaken binnen de) onderneming in het prospectus te rooskleurig is voorgesteld, als gevolg waarvan een hevige koersval zal intreden. De beleggers die (door middel van inschrijving) kort voor en kort na de beursintroductie een aandeel hebben gekocht, zullen hierdoor schade lijden.⁴ Willen de beleggers deze schade (in rechte) op de openbaarmakers van het prospectus verhalen,⁵ dan hebben zij moeilijke hindernissen te nemen. Ten eerste zal vastgesteld moeten worden dat het prospectus misleidend was. Een enkele onjuiste en/of onvolledige mededeling

¹ Deze bijdrage werd door de redactie geaccepteerd in december 2008.

² Promovendus aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.

³ Voor een uitgebreide beschrijving van het bookbuilding-proces en de betrokken civielrechtelijke rechtsverhoudingen verwijs ik naar A.E. van der Pauw en T.M. Stevens, ‘Bookbuilding op de Nederlandse markt’, *Ondernemingsrecht* 1999-3, p. 73-78.

⁴ De beleggers die kort na de beursintroductie een aandeel op de beurs kopen kunnen evenzeer worden misleid als de beleggers die aankopen via voorinschrijving.

⁵ In het vervolg van deze bijdrage heb ik het niet langer over de vennootschap of de lead manager, maar alleen nog maar over de openbaarmaker(s) van het prospectus.

in het prospectus is hiervoor niet voldoende. Men kan pas spreken van misleiding als aannemelijk is dat de gemiddelde belegger bij afwezigheid van de onjuistheid en/of onvolledigheid de aandelen niet of niet onder dezelfde voorwaarden zou hebben gekocht. Ik benadruk dat het oordeel over de al dan niet misleidendheid van het prospectus in de praktijk vaak een heikele kwestie zal zijn. Elders ben ik hier op ingegaan,⁶ in deze bijdrage laat ik dit aspect buiten beschouwing. In de tweede plaats zal vastgesteld moeten worden dat het onrechtmatig handelen (in casu het verspreiden van een misleidend prospectus) de openbaarmaker kan worden toegerekend. Ook dit aspect laat ik rusten. In de derde plaats zullen de beleggers aannemelijk moeten maken dat zij *als gevolg* van het gepubliceerde misleidende prospectus schade hebben geleden. Ook dit is een lastige opgave, omdat veelal niet duidelijk zal zijn dat het misleidend prospectus inderdaad heeft geleid tot een kunstmatig hoge introductiekoers en dat de koersval die later werd ingezet inderdaad (gedeeltelijk) is terug te voeren op de misleidende informatie. Zeker wanneer de koersval van het aandeel samenvalt met een (over de gehele beurslijn bestaand) negatief marktsentiment zal discussie ontstaan over de vraag of de koersval daadwerkelijk door de misleiding is veroorzaakt.

Voor het vervolg van deze bijdrage doe ik een aantal aannames. Uitgegaan wordt van de situatie waarbij een (onlangs in de notering opgenomen) beursvennootschap een misleidend prospectus heeft gepubliceerd. Kort na de introductie heeft de beurskoers een heftige daling doorgemaakt, maar na een turbulente beginperiode heeft de koers zich langzamerhand gestabiliseerd. Een groep particuliere beleggers is (beweerdelijk) misleid en besluit de openbaarmakers van het prospectus op grond van art. 6:194-6:195 BW aan te spreken voor aansprakelijkheid uit onrechtmatige daad.⁷ De beleggers vorderen schadevergoeding ten bedrage van de door het misleidend prospectus veroorzaakte schade. De procedure bevindt zich inmiddels in het stadium dat de misleidendheid van het prospectus als zodanig niet meer ter discussie staat. De onrechtmatigheid van het handelen van de openbaarmaker is daarmee geen onderwerp meer van processueel debat,⁸ zodat het debat zich alleen nog toespitst op de causaliteits- en schadevraag. Ook wordt aangenomen dat de beleggers allen slechts één aandeel hebben aangekocht, waardoor het debat beperkt blijft tot de door de misleiding veroorzaakte *schade per aandeel*. Verder neem ik aan dat de eisende beleggers tot op heden allen hun aandeel hebben aangehouden⁹ en dat (ook voor het overige) de vordering tegen de openbaarmakers wordt beheerst door een per individuele belegger overeenkomend feitensubstraat.¹⁰

3. Het juridische kader geschetst

In de heersende doctrine worden voor het juridische causaal verband achtereenvolgens twee stappen onderscheiden: eerst *condicio sine qua non* ('csqn') en daarna toerekening. Het csqn-vereiste houdt in dat voor het aannemen van het causaal verband (ten minste) is vereist dat er een csqn-verband bestaat tussen enerzijds de (beweerdelijk) geleden schade en anderzijds de

⁶ A.C.W. Pijls, 'Misleiding van het beleggende publiek, een oneerlijke handelspraktijk!', *Ondernemingsrecht* 2008-9, p. 342-349.

⁷ Dit is de weg die in de praktijk meestal bewandeld wordt. Of het instellen van een vordering uit overeenkomst ook tot de mogelijkheden behoort, hangt af van de vraag of tussen de belegger en de openbaarmakers een contractuele band valt te construeren. Ik verwijs naar Van der Pauw en Stevens 1999, p. 75-76.

⁸ Dat het vaststellen van de misleidendheid gelijkstaat aan het oordeel dat de openbaarmaker onrechtmatig heeft gehandeld heb ik elders verdedigd, zie Pijls 2008, p. 346-347.

⁹ Dit ecarteert de discussie over de vraag of de beleggers überhaupt schade hebben geleden wanneer een eventuele schadevergoedingsclaim in een gerealiseerde verkoopprijs verdisconteerd zou zijn.

¹⁰ Ik wil in deze bijdrage niet ingaan op de problematiek van schadebeoordeling en schadevergoeding op collectief niveau. In een toekomstige rechtsvergelijkende bijdrage zal ik dat wel doen.

gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid wordt gebaseerd: zonder de litigieuze gebeurtenis zou de geleden schade niet zijn ingetreden. Is aan het csqn-verband voldaan dan is voor het aannemen van het causaal verband vervolgens vereist dat voldaan is aan het toerekeningsverband van art. 6:98 BW: de schade moet in zodanig verband staan met de aansprakelijkheidvestigende gebeurtenis dat zij de aansprakelijk gestelde partij (redelijkerwijs) kan worden toegerekend. Bij dit toerekeningsverband kan het zinvol zijn om te onderscheiden naar zowel een kwalitatieve als een kwantitatieve dimensie. Bij het oordeel over de vraag of een bepaalde schadepost voor vergoeding in aanmerking komt, wordt dan beoordeeld of de schadepost zowel in kwalitatief opzicht (de schadepost als zodanig) als in kwantitatief opzicht (hoeveel bedraagt de schadepost?) naar de maatstaven van art. 6:98 BW aan de dader kan worden toegerekend. Voormelde stappen csqn en toerekening verhouden zich aldus tot elkaar dat indien eenmaal is vastgesteld dat de (beweerdelijk) geleden schade in csqn-verband staat met een bepaalde normschending, het toerekeningscriterium van art. 6:98 BW in beginsel fungeert als een aansprakelijkheidsbeperkende voorwaarde.¹¹ Er zijn immers vele (schadelijke) gevolgen denkbaar die in csqn-verband staan met de begane normschending, maar er dient alleen aansprakelijkheid te bestaan voor die gevolgen welke aan de dader (redelijkerwijs) kunnen worden toegerekend. Hier zij aan toegevoegd dat het in beginsel aan de aansprakelijke partij is om te beargumenteren (en de bij verweer aangevoerde feiten te bewijzen!) dat zijn aansprakelijkheid op de voet van art. 6:98 BW moet worden beperkt.¹²

Benadrukt zij dat voor een zuivere argumentatie de genoemde stappen csqn en toerekening *per schadepost* moeten worden doorlopen.¹³ Dit betekent dat voor iedere schadepost afzonderlijk - en voor zover deze schadepost is terug te voeren op een aparte schakel in de causale keten van gebeurtenissen: voor iedere causale schakel afzonderlijk - dient te worden getoetst of voor deze schadepost (of deze schakel) is voldaan aan de vereisten csqn en toerekening. Ik licht dit kort toe met een voorbeeld. Een belegger is door een misleidend prospectus (beweerdelijk) misleid en voert een tweetal schadeposten op. De eerste schadepost is het totaalbedrag dat hij voor het beleggingsobject heeft betaald. De belegger meent door het prospectus te zijn misleid en voert aan dat hij niet geïnvesteerd zou hebben als het misleidende prospectus achterwege was gebleven.¹⁴ De tweede schadepost is de gederfde winst die hij voor hetzelfde bedrag met een andere belegging in de desbetreffende periode zou hebben behaald. Terzake het (oordeel over het) causaal verband laat zich in de causale keten van gebeurtenissen nu een tweetal schakels onderscheiden. In de eerste plaats moet beoordeeld worden of het misleidende prospectus csqn is voor de investering van de belegger. Met andere woorden, was de belegger niet tot deze investering overgegaan indien het prospectus niet misleidend was geweest? In de tweede plaats dient beoordeeld te worden of het misleidende prospectus ook csqn is voor het gemiste rendement op een alternatief beleggingsobject. Zou de belegger bij afwezigheid van de misleiding daadwerkelijk in een ander beleggingsobject hebben geïnvesteerd en zou hij daadwerkelijk met *dit* object een goed rendement hebben behaald? Het oordeel over het csqn-verband komt dus neer op twee

¹¹ Opgemerkt zij dat in de literatuur gevallen worden onderscheiden waarbij het criterium van de redelijke toerekening een zelfstandige grondslag vormt voor het aannemen van het causaal verband wanneer het csqn-verband niet kan worden vastgesteld. Zie hierover Asser-Hartkamp 2004 (4-I), nr. 437 resp. nr. 440 e.v.

¹² Vgl. HR 2 oktober 1998, NJ 1998, 831.

¹³ Aldus ook A.J. Akkermans, *De 'omkeringsregel' bij het bewijs van causaal verband* (oratie Amsterdam VU), Den Haag: BJu 2002, p. 30.

¹⁴ Voor het gemak wordt er vanuit gegaan dat het desbetreffende beleggingsobject inderdaad is mislukt en dat de belegger het gehele bedrag van zijn inleg heeft verloren.

verschillende vragen en om deze reden moet het causaal verband voor iedere schadepost afzonderlijk worden beoordeeld.¹⁵

4. Het causaliteitsvereiste: de materieelrechtelijke vragen

De gedupeerde beleggers moeten aannemelijk maken dat de door hen (beweerdelijk) geleden schade in causaal verband staat met het door de openbaarmakers verspreide misleidende prospectus. Voor de analyse van de materieelrechtelijke causaliteitsvragen wordt voor het gemak aangenomen dat bewezen kan worden dat het misleidende prospectus daadwerkelijk heeft geleid tot een - meer dan de werkelijkheid rechtvaardigde - positieve(re) marktstemming en dat hierdoor de introductieprijs te hoog is vastgesteld.

4.1 Het csqn-verband

Het construeren van het csqn-verband bij prospectusaansprakelijkheid is in de literatuur een niet onomstreden kwestie. De steeds terugkerende vraag is of voor het csqn-verband de (materiële) eis gesteld moet worden dat de eisende belegger het misleidende prospectus heeft gelezen en hij zodoende daadwerkelijk op de misleidende informatie heeft vertrouwd, of dat het voldoende is dat de eisende belegger slechts indirect - dus niet door eigen lezing - op het misleidende prospectus heeft vertrouwd? Een aantal auteurs verdedigt de stelling dat voor het aannemen van het csqn-verband niet vereist is dat de individuele belegger (door eigen lezing) direct op het misleidende prospectus heeft vertrouwd, maar dat hij in plaats daarvan moet zijn afgegaan op een door het misleidende prospectus teweeggebrachte positieve marktstemming.¹⁶ Een andere stroming is minder soepel en wil op zijn minst de eis aanleggen dat de belegger bij zijn aankoop door het prospectus is beïnvloed (bijvoorbeeld door tussenkomst van een adviseur).¹⁷ Naar mijn mening zijn voormelde standpunten te weinig toegespitst op de (specifiek) te beantwoorden causaliteitsvraag. 'Het causaal verband' bestaat niet. Het causaal verband krijgt pas vorm en inhoud wanneer het is gekoppeld aan een bepaalde vorderingsgrondslag.¹⁸ Het is met andere woorden de grondslag van eis die het te kiezen causaliteitsperspectief bepaalt. Afgezien van de vraag of men een stringente danwel soepele benadering voorstaat, moet dus steeds goed worden onderscheiden naar de feiten die de eisende belegger aan zijn vordering ten grondslag legt.¹⁹

¹⁵ Overigens zij opgemerkt dat ik het in het kader van het onderscheid tussen de stappen csqn en toerekening alleen zinvol acht om te refereren naar de fasen vestiging respectievelijk omvang van de aansprakelijkheid voor zover dit gebeurt *per schadepost*. Het is namelijk niet zo dat wanneer voor de eerste opgevoerde schadepost (samenhangend met de eerste schakel in de causale keten) is voldaan aan het csqn-verband, de aansprakelijkheid hiermee is gevestigd en vervolgens alleen nog maar bekeken hoeft te worden welke schadeposten (tot welke omvang) als gevolg van de aansprakelijkheidvestigende gebeurtenis aan de dader kunnen worden toegerekend.

¹⁶ Aldus M.A. Blom, *Prospectusaansprakelijkheid van de lead manager* (diss. Tilburg), Deventer: Kluwer 1996, p. 153-154; Den Boogert in M.W. den Boogert & S.E. Eisma, *Leerboek Effectenrecht*, Nijmegen: Ars Aequi Libri 2002, p. 190; A.G. Maris & S.A. Boele, 'Prospectusaansprakelijkheid', *TVVS* 1994-6, p. 146 en L. Timmerman, 'De aansprakelijkheid van de syndicaatsleider voor een misleidend prospectus', in: J.R. Schaafsma e.a.(red.), *Ontwikkelingen in het effectenverkeersrecht*, Deventer: Kluwer 1996, p. 81 en - zij het enigszins terughoudend - B.J. de Jong, 'Class action made difficult', *Ondernemingsrecht* 2007-14, p. 517.

¹⁷ Aldus Jansen, Schreuder & Verhagen, *Prospectusaansprakelijkheid*, Amsterdam: NIBE-SVV 2003, p. 90-92.

¹⁸ Vgl. art. 24 Rv.

¹⁹ Een illustratief voorbeeld van de vorderingsgrondslag die het causaliteitsperspectief bepaalt is HR 30 mei 2008, *LJN*: BD2820 (De Boer e.a. tegen TMF Financial Services B.V.).

Mijns inziens kan een tweetal feitelijke grondslagen²⁰ worden onderscheiden.²¹ Ik behandel ze achtereenvolgens. De eerste feitelijke grondslag is de grondslag waarbij beleggers stellen als gevolg van een door het misleidend prospectus teweeggebrachte positieve stemming te veel voor hun aandeel te hebben betaald. Deze beleggers vorderen (primair) een bedrag aan schadevergoeding ter hoogte van het te veel betaalde. Voor deze beleggers zie ik niet in waarom voor hen de eis zou gelden dat zij (direct of indirect) op het misleidende prospectus of op een door het misleidende prospectus teweeggebrachte stemming moeten zijn afgegaan.²² Deze beleggers beweren namelijk niet dat zij schade hebben geleden *omdat* zij op het misleidende prospectus of op een door het prospectus veroorzaakte positieve stemming zijn afgegaan, maar omdat zij *als gevolg* van een door het misleidende prospectus veroorzaakt (te) positief sentiment een te hoog bedrag voor hun aandeel hebben neergelegd. Strikt genomen leggen deze beleggers dus niet aan hun vordering ten grondslag door het prospectus te zijn *misleid*. Zij stellen slechts tegen een onzuivere koers hun aandelen te hebben aangekocht. Voor deze beleggers acht ik vorenbedoelde literatuuropvattingen te streng. Als kan worden vastgesteld dat het misleidende prospectus daadwerkelijk tot een hogere introductiekoers heeft geleid, staat niets eraan in de weg om het csqn-verband aan te nemen.²³ De omstandigheid dat de beleggers zonder lezing van het prospectus of zonder beïnvloeding door een adviseur²⁴ het aandeel aankopen, kan het csqn-verband tussen het (publiceren van het) misleidende prospectus en de te hoge aankoopprijs niet doorbreken.²⁵ Zelfs in het - wellicht theoretische - geval dat de beleggers in het geheel niet zijn afgegaan op een door het misleidende prospectus veroorzaakt (te) positief marktsentiment - zij waren indifferent over dit sentiment - leiden deze beleggers schade door te veel voor hun aandeel te betalen. Een andere kwestie is dat de beleggers wel moeten kunnen aantonen dat het misleidende prospectus daadwerkelijk tot een meer dan gerechtvaardigde optimistische marktstemming heeft geleid. Niet omdat zij stellen dat zij hun aankoop op deze optimistische stemming hebben gebaseerd, maar omdat, zoals gezegd, deze stemming ervoor heeft gezorgd dat de aandelenkoers kunstmatig omhoog werd gebracht.

De tweede feitelijke grondslag is de grondslag waarbij de beleggers wel stellen (direct of indirect) op het misleidende prospectus te zijn afgegaan. Deze beleggers zullen aanvoeren dat

²⁰ De twee grondslagen heb ik (als mede-annotator) eerder uiteengezet in het commentaar bij het in de vorige voetnoot genoemde arrest, *Ondernemingsrecht* 2008-9, p. 364-368.

²¹ In zijn fraaie betoog over de causaliteitsproblematiek ter zake van aandelen die worden verhandeld op de *secundaire* markt maakt De Jong onderscheid tussen twee categorieën beleggers. Zie De Jong 2007, p. 515.

²² Aldus ook De Jong, 'Fraud on the market revisited', *TvOB* 2008, p. 138. Opgemerkt zij dat het betoog van De Jong niet specifiek is toegespitst op de primaire markt.

²³ Ik wijs in dit verband op een overweging van het Hof 's Gravenhage in de verwijzingsprocedure na cassatie inzake het faillissement van DAF: 'Voordien heeft IBT steeds benadrukt dat zij haar 120 obligaties (...) tegen marktconforme voorwaarden als beursfonds heeft gekocht en stelde zij zich daarbij op het standpunt *dat niet relevant is of het prospectus daadwerkelijk is gelezen (...). Dit laatste standpunt is overigens juist, in die zin dat een positieve marktstemming, die het gevolg is van een door misleiding in het prospectus ruim opgevat pari passu recht, kan doorwerken in de aankoop door IBT.*' (curs. ACWP), Hof 's-Gravenhage 29 juni 2004, *JOR* 2004/298, r.o. 20-21.

²⁴ Als het prospectus misleidend is, zal de adviseur de particuliere belegger waarschijnlijk niet voor misleiding kunnen behoeden. Iets anders is dat de adviseur de belegger wel kan wijzen op bepaalde risico's. Als bijvoorbeeld in het prospectus (op juiste en volledige wijze) een zeer risicovolle strategie wordt ontrold, en deze strategie mislukt vervolgens, dan kan de belegger niet later bij de openbaarmakers van het prospectus aankloppen met het verwijt dat hij is misleid. Hij had immers van de risico's op de hoogte kunnen zijn. Had de belegger zelf niet voldoende kennis en ervaring om de risico's te herkennen, dan had een adviseur hem hierop kunnen wijzen.

²⁵ Verwezen zij naar het bekende Aeilkema/Veenkoloniale Bank-arrest, HR 11 december 1931, *NJ* 1932, 161. Ik benadruk dat het hier niet ging om een prospectusaansprakelijkheidszaak. De betekenis van het arrest voor misleiding in de primaire markt moet daarom worden genuanceerd.

zij daadwerkelijk door het misleidende prospectus zijn *misleid*, hetgeen inhoudt dat zij hun aandeel niet zouden hebben gekocht wanneer het prospectus niet misleidend was geweest. Zij zijn teleurgesteld in hun investering als zodanig en zij zouden hun gehele aankoopbedrag liever voor een andere belegging hebben aangewend. Voor deze beleggers geldt een ander causaliteitsperspectief (en daarmee schadeperspectief) dan voor de beleggers die eerstgenoemde grondslag aanvoeren. Om dit verschil te expliciteren geef ik een tweetal voorbeelden.

Voorbeeld 1. Stel dat de belegger ten tijde van de beursintroductie 100 voor het aandeel heeft betaald, terwijl dit in werkelijkheid maar 70 euro waard was. Het misleidende prospectus heeft de introductiekoers met 30 euro kunstmatig opgedreven. Enige tijd na de introductie komt de waarheid naar buiten als gevolg waarvan de koers keldert van 100 naar 50.²⁶ Stel verder dat vaststaat dat het koersverlies van 50 euro voor een bedrag van 30 euro is terug te voeren op het misleidende prospectus en dat het verlies voor de overige 20 euro is veroorzaakt door een algemeen negatief marktsentiment.²⁷ Spreekt de belegger vervolgens de openbaarmaker van het prospectus (in rechte) aan met het verwijt dat hij te veel voor zijn aandeel heeft betaald, dan is de schade die in *csqn-verband* staat met de misleiding 30 euro. Spreekt hij daarentegen de openbaarmaker aan met het verwijt dat hij door het misleidende prospectus is *misleid*, dan is de schade die in *csqn-verband* staat met de misleiding meer dan 30 euro. Binnen deze laatste grondslag voert de belegger immers aan dat hij een beleggingsbeslissing heeft genomen *die hij niet zou hebben genomen* wanneer het prospectus niet misleidend was geweest. Hij is met andere woorden door het misleidende prospectus in een ongewenste (vermogens)positie gebracht. Ervan uitgaande dat de vermogenspositie van de belegger zonder normschending 100 euro zou zijn geweest,²⁸ is de schade die in *csqn-verband* staat met de misleiding in dit geval (100-50) 50 euro. Een andere vraag is of het wel redelijk is dit volledige bedrag van 50 euro voor rekening van de openbaarmaker te laten komen. Dit is evenwel geen kwestie van *csqn*, maar van toerekening. De openbaarmaker is als eerste aan zet om op de voet van art. 6:98 het tegendeel te beargumenteren.

Voorbeeld 2. Stel dat in het voorgaande voorbeeld het aandeel in werkelijkheid maar 50 euro waard was. Het misleidende prospectus heeft de introductiekoers dus met 50 euro kunstmatig opgedreven, waarmee de koersdaling van 100 naar 50 volledig valt te verklaren door het misleidende prospectus. Stel verder dat vast zou staan dat de belegger op een alternatieve investering in dezelfde tijd 10% rendement zou hebben behaald. Legt de belegger aan zijn vordering ten grondslag dat hij te veel voor zijn aandeel heeft betaald, dan zou hij 50 euro tegen 10% alternatief hebben belegd. Dat zou een rendement van 5 euro hebben opgeleverd. De schade die in *csqn-verband* staat met de misleiding wordt verkregen door de actuele vermogenstoestand (50 euro) te vergelijken met de hypothetische vermogenstoestand waarin de belegger zou hebben verkeerd wanneer het prospectus niet misleidend was geweest (105 euro). Dit resulteert in een schade van (105-50) 55 euro. Legt de belegger daarentegen aan zijn vordering ten grondslag dat hij bij afwezigheid van het misleidende prospectus het aandeel in het geheel niet zou hebben aangekocht, dan zou hij 100 euro tegen 10%

²⁶ Een eventuele paniecreactie laat ik buiten beschouwing.

²⁷ Een dergelijke uitsplitsing van het koersverlies zal in de praktijk uiteraard lastige bewijsvragen opleveren.

²⁸ Opgemerkt zij dat de belegger wel aannemelijk moet kunnen maken dat hij zijn geld niet in een ander verliesgevend fonds zou hebben geïnvesteerd. De belegger kan aan deze bewijsopdracht voldoen door bijvoorbeeld aan te tonen dat hij in het verleden een bestendig en defensief beleggingspatroon vertoonde.

hebben belegd. Dat zou een rendement van 10 euro hebben opgeleverd. Vermogensvergelijking resulteert nu in een schade die in *csqn-verband* staat met de misleiding van (110-50) 60 euro.

Opgemerkt zij dat de stelling dat de beleggers op het misleidende prospectus hebben vertrouwd - en dat het misleidende prospectus dus *csqn* was voor hun aankoop - op verschillende manieren kan worden uitgelegd. Ik noem een drietal benaderingen. De meest strikte benadering is dat de beleggers het prospectus zelf hebben gelezen en zij hun aankoop daadwerkelijk zelf op het prospectus hebben gebaseerd.²⁹ Een minder strikte benadering is dat de beleggers hun beslissing tot aankoop hebben genomen na overleg met een deskundig adviseur. In dat geval hebben de beleggers weliswaar niet zelf kennis genomen van de misleidende informatie, maar heeft de adviseur dat namens hen gedaan. Het door de adviseur vertrouwen op het misleidende prospectus heeft dan als het ware te gelden als het vertrouwen op de misleidende informatie door de beleggers. De meest soepele benadering is dat ervan uit wordt gegaan dat de markt het prospectus voor de belegger heeft gelezen. In deze benadering is er al sprake van een *csqn-verband* als de beleggers hun aankoop hebben gebaseerd op een door het misleidende prospectus teweeggebrachte positieve marktstemming. Men realiseert zich dat het binnen deze benadering niet volstaat om de door het misleidende prospectus veroorzaakte (te) positieve marktstemming aan te tonen. Voor het construeren van het *csqn-verband* zal de belegger aannemelijk moeten maken dat hij tot aankoop is overgegaan *omdat* hij is afgegaan op de (te) positieve marktstemming.

Het zij benadrukt dat een keuze voor de tweede grondslag ('ik ben misleid') de bewijslast van de gedupeerde belegger noemenswaardig kan verzwaren ten opzichte van een keuze voor de eerste grondslag ('ik heb te veel betaald'). Op de beleggers die stellen te zijn misleid rust namelijk de bewijslast dat zij direct (door eigen lezing) of indirect (door tussenkomst van een adviseur of door *direct* op het (te) positieve marktsentiment te zijn afgegaan) op het misleidende prospectus hebben vertrouwd. Dit zal in veel gevallen een lastige opgave blijken te zijn. Nog moeilijker zal het zijn om te bewijzen dat juist de punten waarop het prospectus als misleidend is aangemerkt doorslaggevend waren voor de beleggingsbeslissing. Eventueel zou de rechter voor dit laatste aspect een vermoeden kunnen hanteren, maar wanneer de misleiding minder evident is, is het de vraag of een dergelijk vermoeden wordt gestaafd door de feiten.³⁰ Overigens kan deze bewijsproblematiek niet los worden gezien van de rechtsverhouding beursvennootschap-belegger. Bedacht moet worden dat deze rechtsverhouding geen (pre)contractuele relatie is waarbinnen wederzijdse onderzoeks- en informatieplichten gelden. De enige manier waarop informatie-uitwisseling plaatsvindt tussen de (aantaande) beursvennootschap en de belegger is het (publiceren van het) prospectus. Hierbij moet goed het collectieve karakter van het prospectus voor ogen worden gehouden.

²⁹ Deze benadering lijkt het Hof Amsterdam te kiezen in de bekende ABN/Coop AG-zaak: 'Aldus is aannemelijk, dat schade kan zijn geleden, bestaande in de aan de belegger (tijdelijk) ontnomen mogelijkheid om zijn obligaties te verhandelen of in een beperking van die mogelijkheid, voorzover die schade, als gevolg van de misleidende informatie, niet meer behoort tot het normale beleggersrisico *en ervan moet worden uitgegaan dat de belegger daarbij is afgegaan of mede is afgegaan op het desbetreffende prospectus.*' (curs. ACWP), Hof Amsterdam 27 mei 1993, *NJ* 1993, 682, r.o. 5.16. Opgemerkt zij dat deze overweging goed valt te verklaren wanneer zij in verbinding wordt gelezen met de grondslag die de beleggers in concreto hadden aangevoerd, zie hiervoor r.o. 5.1 van het arrest.

³⁰ Stel bijvoorbeeld dat - al dan niet opzettelijk - in een bepaalde financiële paragraaf van het prospectus de winstvooruitzichten met 100 miljoen euro worden overschat. Ik kan mij zeer wel voorstellen dat een dergelijke oneffenheid uiteindelijk van invloed zal zijn op de hoogte van de introductiekoers. Of deze overschatting nu inderdaad doorslaggevend is geweest voor de beslissing van de particuliere belegger om al dan niet in het desbetreffende aandeel te beleggen, kan worden betwijfeld.

Het prospectus is namelijk niet zozeer bedoeld als instrument voor de beursvennootschap om met de *individuele* belegger in contact te treden, maar veeleer als informatiedocument om het beleggende publiek als *collectief* te informeren. Het is vervolgens ook dit collectief dat van het prospectus kennis neemt en dat onder invloed van analyses en rapportages van voornamelijk professionele partijen (beursanalisten, vermogensbeheerders, professionele handelaren, etc.) de kansen en bedreigingen van de beursvennootschap op waarde zal schatten. Gegeven dit exclusieve en collectieve informatiekarakter van het prospectus zal het voor de individuele belegger erg moeilijk zijn om te bewijzen dat hij in zijn (buitencontractuele) verhouding met de beursvennootschap direct of indirect op het prospectus heeft vertrouwd. In zoverre bestaat er ook een essentieel verschil met de bewijslastproblematiek zoals die algemeen erkend is binnen het leerstuk aansprakelijkheid voor informatieverzuimen. Bij het oordeel over bijvoorbeeld de al of niet aansprakelijkheid van een arts voor het schenden van een informatieplicht, is het al of niet vaststaan van het csqn-verband in die zin makkelijker te bewijzen dat de geschonden informatieplicht deel uitmaakt van een meeromvattende contractuele rechtsverhouding arts-patiënt die wordt beheerst door wederzijdse onderzoeks- en informatieverplichtingen. Dit laatste is binnen de rechtsverhouding beursvennootschap-belegger niet het geval.

In het vervolg van deze bijdrage beperk ik mij tot eerstgenoemde feitelijke grondslag ('ik heb te veel betaald'). Dit is de grondslag die in de praktijk - naar ik aanneem - het meeste zal voorkomen en ook de grondslag die bewijstechnisch de minste complicaties met zich brengt. Uitgaande van de veronderstelling dat het misleidende prospectus inderdaad heeft geleid tot een (te) positieve marktstemming als gevolg waarvan de introductiekoers te hoog is vastgesteld, is voor de beleggers die stellen te veel voor hun aandeel te hebben betaald zonder meer aan het csqn-verband voldaan. Gegeven dit csqn-verband is voor het construeren van het causaal verband tevens vereist dat de te hoge koers waartegen de beleggers hebben aangekocht de openbaarmaker (als schade) kan worden toegerekend (art. 6:98 BW).

4.2 Het toerekeningsverband

Het oordeel over de vraag of een bepaalde schadepost naar de maatstaven van art. 6:98 BW aan de openbaarmaker kan worden toegerekend, bepaalt uiteindelijk of deze schadepost (in civielrechtelijke zin) in voldoende causaal verband staat met de begane normschending (in casu misleiding) om voor vergoeding in aanmerking te komen. Het in dit verband maatgevende criterium is 'toerekening naar redelijkheid'. Dit criterium kan beschouwd worden als een overkoepelende norm die in ieder concreet geval moet worden ingekleurd. Het gaat hier bij uitstek om een normatief criterium waarbij normatieve factoren de uitkomst van het uiteindelijke causaliteitsoordeel bepalen. Het wetsartikel zelf reikt voor de inkleuring al een tweetal factoren aan: aard van de aansprakelijkheid en aard van de schade. In de doctrine worden naast voormelde twee criteria ook andere factoren onderscheiden zoals de voorzienbaarheid van de schade en de verwijderdheid van de schade.³¹ Benadrukt zij dat voor het uiteindelijke toerekeningsoordeel de genoemde factoren niet afzonderlijk doorslaggevend zijn. In ieder concreet geval worden zij in onderlinge samenhang afgewogen.

Het in het kader van prospectusaansprakelijkheid meest relevante gezichtspunt is mijns inziens de voorzienbaarheid van de schade. Wat betreft de vordering van gedupeerde beleggers dat zij (als gevolg van het misleidende prospectus) te veel voor hun aandelen hebben betaald, pleit deze factor in het algemeen voor een ruime toerekening van de schade.

³¹ In de praktijk wordt niet zelden terug gegrepen op de zgn. deelregels van Brunner. Zie hierover Asser/Hartkamp 2004 (4-I), nr. 434.

Immers, voor een openbaarmaker van een prospectus is zonder meer te voorzien dat het publiceren van een misleidend prospectus resulteert in een - meer dan de werkelijkheid rechtvaardigt - positief marktsentiment en dientengevolge in een hogere introductiekoers. Iets anders is of de openbaarmaker, in geval van een excessieve koersstijging, ook de *mate waarin* de koers is gestegen kon voorzien. Men bedenke hierbij dat excessieve koersbewegingen nogal eens worden veroorzaakt door irrationeel beleggingsgedrag. Het is dan de vraag of het redelijk is om op grond van het voorzienbaarheids criterium dergelijke excessieve koersbewegingen als schade toe te rekenen. Weet de openbaarmaker met een beroep op dit criterium te beargumenteren dat toerekening van een excessieve koersbeweging onredelijk is, dan kan het toerekeningsoordeel over de koersstijging *als zodanig* dus verschillen van het oordeel over de *omvang* van de stijging.³² Weer een andere kwestie is dat de openbaarmaker wellicht niet kon voorzien dat (een bepaalde mededeling in) het prospectus voor de gemiddelde belegger misleidend was. Dit laatste is echter geen kwestie van causaliteit. De vraag of het misleidende karakter van een bepaalde mededeling is te voorzien houdt immers vooral verband met (het oordeel over) het gedrag van de openbaarmaker en moet daarom eerder in de sleutel van het onrechtmatigheidsvereiste (of eventueel schuldvereiste) worden geplaatst.³³ Een andere relevante factor bij de inkleuring van de maatstaf 'toerekening naar redelijkheid' is de aard van de aansprakelijkheid. Voor deze factor kan een uitsplitsing worden gemaakt naar een tweetal (deel)factoren: strekking van de norm en mate van schuld. Over de strekking van de norm zij opgemerkt dat schending van verkeers- of veiligheidsnormen bij prospectusaansprakelijkheid niet aan de orde is. Deze normen strekken tot bescherming van lijf en leden en pleiten voor een ruime toerekening. Bij prospectusaansprakelijkheid gaat het daarentegen om (schending van) normen die strekken tot het voorkomen van (zuivere) vermogensschade. Dat wijst in beginsel op een beperkte(re) toerekening. Dit laat overigens onverlet dat binnen de verzameling van normen die strekken tot bescherming tegen (zuivere) vermogensschade, de ene norm een grotere toerekening kan rechtvaardigen dan de andere. In dit verband is van belang dat sinds de invoering van de Wet oneerlijke handelspraktijken (hierna 'Wet OHP') prospectusaansprakelijkheid *jegens particuliere beleggers* wordt beheerst door de Wet OHP.³⁴ Het feit dat de wetgever met de (invoering van de) Wet OHP heeft beoogd (de handhaving van) het consumentenrecht een impuls te geven, zou kunnen betekenen dat de normen van de Wet OHP een net iets ruimere beschermingsomvang hebben dan de normen van art. 6:194-6:195 BW. Behoudens de relevantie hiervan voor (het oordeel over) de relativiteit, kan deze ruimere beschermingsomvang ook gewicht in de schaal leggen - althans, voor zover de eisers particuliere beleggers zijn - in het kader van de toerekening. Via de strekking van de norm wordt de hoedanigheid van de eisende partij hiermee dus een relevante factor bij het oordeel over de causaliteit. Over de factor 'mate van schuld' zij opgemerkt dat als leidraad kan worden aangehouden dat naarmate de schuld aan het schadeveroorzakende handelen groter is, een ruimere toerekening is gerechtvaardigd. Vertaald naar de context van prospectusaansprakelijkheid betekent dit dat naarmate het verwijt dat de openbaarmaker (ten aanzien van de misleidendheid van het prospectus) kan worden gemaakt ernstiger is, een ruimere toerekening is aangewezen. Zou dus komen vast te staan dat de openbaarmaker van het prospectus het beleggende publiek opzettelijk heeft willen misleiden, dan pleit dit voor een ruime(re) toerekening. Overigens is in dit verband van belang dat er in de praktijk meestal verschillende partijen voor het (opstellen van het) prospectus verantwoordelijk zijn. Indien

³² Hier doet zich het - eerder door mij aangehaalde - onderscheid tussen de kwalitatieve en kwantitatieve dimensie van het toerekeningscriterium gevoelen.

³³ Overigens verwacht ik dat het verweer dat de openbaarmaker het misleidende karakter van (een mededeling in) het prospectus niet kon voorzien, slechts in zeer uitzonderlijke omstandigheden gehonoreerd zal worden.

³⁴ Zie Pijls 2008, p. 342-343.

deze verschillende partijen ieder op hun eigen wijze aan het opstellen van het prospectus hebben bijgedragen, zal de mate van schuld (aan de misleidendheid) per partij verschillen. Naast de relevantie van dit verschil in schuldgraad voor de toerekenbaarheid,³⁵ zal dit verschil ook van belang kunnen zijn voor het oordeel over de causaliteit.

4.3 Eigen schuld

Wanneer de gedupeerde beleggers de hobbels van het causaal verband (csqn-verband en toerekeningsverband) hebben genomen, dan kan de openbaarmaker van het prospectus (in theorie) alleen nog het leerstuk van de eigen schuld in stelling brengen om aan de verplichting tot vergoeding van de (gehele) schade te ontkomen. Ik denk evenwel dat het eigen schuld verweer in de praktijk weinig kans van slagen heeft.³⁶ Leggen de beleggers namelijk aan hun vordering ten grondslag dat zij als gevolg van het misleidende prospectus te veel voor hun aandeel hebben betaald, dan kan hun met een beroep op het eigen schuld verweer niet worden verweten dat zij lichtvaardig - zonder het prospectus te lezen en/of zonder zich door een deskundige te laten adviseren - tot hun belegging zijn overgegaan. Immers, de omstandigheid dat de beleggers zonder lezing van het prospectus of zonder inwinning van advies tot hun aankoop besluiten is niet causaal voor de (omvang van de) door hen geleden schade. Hadden de beleggers het prospectus wel gelezen, dan waren zij evenzeer (direct) door het prospectus misleid. Het lezen van het prospectus had de door de beleggers geleden schade dus niet kunnen wegnemen of verminderen. Het eigen schuld verweer zou eventueel nog een rol kunnen spelen wanneer de situatie zich voordoet dat de beleggers als gevolg van een enkele in het prospectus opgenomen misleidende mededeling³⁷ heel veel meer voor hun aandeel betalen. Aannemende dat de excessieve koersstijging die is opgetreden inderdaad in csqn-verband staat met de misleiding, rijst dan de vraag of de gehele omvang van de stijging als schade vergoed dient te worden.³⁸ Ofschoon deze vraag zou kunnen rijzen in het kader van (het oordeel over) de eigen schuld, heeft het mijn voorkeur deze vraag te behandelen in het kader van de causaliteit. Immers, de kwestie of een excessieve stijging voor vergoeding in aanmerking komt, vergt veeleer een objectief oordeel in het licht van (een afweging van) de factoren van art. 6:98 BW, dan dat zij een (meer) subjectief oordeel vereist over de vraag of de excessieve stijging als (persoonlijke) omstandigheid voor risico van de benadeelde komt.

Het leerstuk van de eigen schuld zou eventueel nog een rol kunnen spelen in het kader van de schadebeperkingsplicht. Men denke bijvoorbeeld aan de situatie waarbij enige tijd na de aandelenuitgifte de misleiding 'deels' naar buiten komt en de beurskoers als gevolg hiervan in korte tijd enorm daalt. Op het moment dat de koers het nulpunt nog niet heeft bereikt, maar er wel indicaties zijn dat er mogelijk nog meer slecht nieuws naar buiten komt als gevolg waarvan de koers binnen korte tijd geheel zal zijn verdampt, is in het kader van de schadebeperkingsplicht verdedigbaar dat de belegger zijn aandeel moet verkopen. Op deze manier ziet hij van zijn oorspronkelijke investering nog iets terug en hiermee beperkt hij zijn schade. Men realiseer zich dat een beroep op de schadebeperkingsplicht in een dergelijk geval alleen wordt gehonoreerd indien van *deze* belegger - zijn specifieke (on)ervaring en (on)deskundigheid in aanmerking genomen - onder de gegeven omstandigheden

³⁵ Bedoeld wordt de toerekening van het gedrag aan de dader ex art. 6:162 lid 3 BW (of art. 6:195 lid 2 BW slotzin), niet de toerekening van de schade ex art. 6:98 BW.

³⁶ Aldus ook De Jong 2008, p. 138.

³⁷ Ik ga er hierbij vanuit dat het prospectus nog wel als misleidend wordt aangemerkt. Is dat namelijk niet het geval, dan is er geen aansprakelijkheidsgrond en dan doet het vraagstuk van de eigen schuld in het geheel niet terzake.

³⁸ Het gaat hier om een stijging die op het moment dat de 'lucht' uit de koers loopt zal resulteren in een excessieve daling.

redelijkerwijs kon worden verwacht dat hij zijn aandeel zou verkopen.³⁹ Uitgangspunt hierbij is dat het aan de aansprakelijke partij is te wijten dat de gedupeerde belegger in de nadelige positie is gebracht dat hij als zodanig schade moet beperken. Dit betekent dat het gedrag van de belegger met grote terughoudendheid moet worden getoetst.⁴⁰

5. Causaal verband: procesrechtelijke vragen

In de vorige paragraaf werd aangenomen dat vaststond dat het prospectus daadwerkelijk heeft geleid tot een kunstmatig hoge beurskoers. Voor gedupeerde beleggers die aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij als gevolg van het misleidende prospectus te veel voor hun aandelen hebben betaald, was het csqn-verband tussen normschending en schade hiermee gegeven. Benadrukt zij echter dat juist het bewijs van het csqn-verband niet zelden de nodige hoofdbreken zal opleveren. In de praktijk zullen procedures zich namelijk niet beperken tot gevallen van opzettelijke misleiding waarbij na bekendmaking van de misleiding de koers van de ene op de andere dag verdampst. In dergelijke situaties zal het bewijs gemakkelijk te leveren zijn. In de meeste gevallen zal evenwel onduidelijk zijn dat het misleidende prospectus inderdaad heeft geleid tot een kunstmatig hoge beurskoers en dat de koersval die werd ingezet toen de geruchtenmachine op gang kwam inderdaad (gedeeltelijk) is terug te voeren op de misleidende informatie. In deze gevallen zal het al of niet aannemelijk zijn van het csqn-verband daarom inzet zijn van een hevig processueel debat. Hierbij zij aangetekend dat dit debat niet per se hoeft te zijn geplaatst in de sleutel van het csqn-verband. Het kan evenzeer zijn geplaatst in de sleutel van de schade. Het bewijs van het csqn-verband en het bewijs van (het bestaan van) de schade vallen hier namelijk samen. Anders gezegd, de schade en het causaal verband zijn in dit geval - om met Akkermans te spreken -⁴¹ 'uitwisselbare perspectieven'. Immers, wordt het misleidend prospectus tot uitgangspunt genomen, dan is de vraag of het misleidende prospectus bij de belegger tot *schade* (in de vorm van koersverlies) heeft geleid. Wordt het door de belegger geleden koersverlies tot uitgangspunt genomen, dan is de vraag of zij door de misleiding is *veroorzaakt*.⁴² Men zou in dit verband ook kunnen spreken van een normatief schadebegrip. Het door de beleggers geleden koersverlies kan pas worden aangemerkt als schade wanneer het in causaal verband staat met een normschending (in casu misleiding).⁴³

Het processuele debat over het csqn-verband (of - om het even - de schade) zal niet in de laatste plaats gaan over de bewijslastverdeling van hetgeen partijen over en weer stellen en - in het verlengde hiervan - over de *bewijswaardering* daarvan. Ik geef wederom een voorbeeld. Stel dat de beleggers ten tijde van de aandelenemissie 100 euro voor hun aandeel hebben betaald. Stel verder dat korte tijd na de emissie de koers nog maar 50 euro noteert. Tevens gaan we ervan uit dat in dezelfde periode de beurs over de gehele linie een heftige koersdaling

³⁹ Volgens Blom is de schadebeperkingsplicht eerst aan de orde wanneer de belegger 'redelijkerwijs de gelegenheid heeft gehad zijn effecten (...) te verkopen', aldus Blom 1996, p. 158.

⁴⁰ Vgl. HR 29 mei 1998, *NJ* 1998, 641; HR 21 februari 1997, *NJ* 1999, 145.

⁴¹ Akkermans 2002, p. 27.

⁴² Voor een heldere uiteenzetting van het causale karakter van het schadebegrip verwijs ik naar het prachtige proefschrift van A.R. Bloembergen, *Schadevergoeding bij onrechtmatige daad* (diss. Utrecht), Deventer: Kluwer 1965, p. 14-15.

⁴³ Opgemerkt zij dat de enkele vaststelling dat het prospectus voor de maatman-belegger misleidend was, *op zichzelf* geenszins het vermoeden hoeft te vestigen dat de eisende beleggers *hierdoor* schade hebben geleden. Het zullen namelijk vooral de beursanalisten, beurshandelaren, vermogensbeheerders en financieel journalisten zijn die het prospectus bestuderen en op basis daarvan tot een waardering van de uit te geven aandelen komen. Leidend voor het marktsentiment zijn dus vooral (deskundig en ervaren te achten) professionele partijen. Particuliere beleggers zijn veeleer volgend.

heeft gekend. Als nu in rechte de misleidendheid van het prospectus komt vast te staan, zullen de beleggers aanvoeren dat zij 50 euro te veel voor hun aandeel hebben betaald. De openbaarmaker van het prospectus zal hier tegenin brengen dat de koersdaling werd veroorzaakt door een algemeen negatief sentiment en dat de koersdaling van litigieuze aandeel daarom niet kan worden toegeschreven aan het misleidende prospectus. Wie moet hier nu wat bewijzen? Om dit lastige bewijs(last)vraagstuk te kunnen doorgronden, dient dit vraagstuk mijns inziens in twee afzonderlijke bewijsvragen te worden opgesplitst. Eerst moet de vraag over het al of niet *bestaan* van schade worden behandeld (hebben de beleggers te veel betaald?). Komt de schade als zodanig vast te staan, dan is vervolgens de vraag wat de *omvang* van deze schade is (*hoeveel* hebben de beleggers te veel betaald?).⁴⁴

Ik behandel eerst de vraag betreffende het bestaan van de schade. Uitgaande van de vorderingsgrondslag van de beleggers zal een vergelijking moeten worden gemaakt tussen enerzijds de feitelijke situatie waarin de beleggers zich bevinden nadat de normschending (in casu misleiding) heeft plaatsgevonden en anderzijds de hypothetische situatie waarin de beleggers zich zouden hebben bevonden wanneer de normschending was uitgebleven. Gegeven de stelling van de beleggers dat zij een te hoge prijs (100 euro) voor hun aandeel hebben betaald, moet dus worden beoordeeld of de beleggers bij een niet misleidend prospectus ook 100 euro voor hun aandeel zouden hebben betaald. De beleggers zullen stellen van niet. De openbaarmaker van het prospectus zal stellen van wel. De openbaarmaker zal hiertoe (gemotiveerd) aanvoeren dat de aankoopprijs van 100 euro op basis van vraag en aanbod (zuiver) tot stand is gekomen en dat de koersbeweging van 100 euro naar 50 euro louter is ingegeven door negatieve marktontwikkelingen. Volgens hem kan de koersbeweging daarom niet door de misleiding zijn veroorzaakt. Deze stelling van de openbaarmaker kan worden aangemerkt als een gemotiveerde betwisting en hiermee rust de bewijslast (en daarmee het bewijsrisico!) op de voet van art. 150 Rv. op de beleggers. Het is nu aan de beleggers om aannemelijk te maken dat de koersbeweging van 100 euro naar 50 euro wel (deels) door het misleidende prospectus is veroorzaakt en niet (volledig) is ingegeven door het negatieve marktsentiment. Om in deze bewijsopdracht te kunnen slagen, zullen de beleggers verwijzen naar koersbewegingen die (met het litigieuze aandeel) vergelijkbare aandelen in de desbetreffende periode hebben doorgemaakt. De beleggers zullen hiermee het koersverloop van het litigieuze aandeel op een of andere manier proberen te relateren aan het koersverloop van een zgn. ‘benchmark’.⁴⁵ Kenden de koersen van de aandelen uit de benchmark een vergelijkbaar dalend verloop, dan zullen de beleggers in hun bewijsopdracht falen. Vertoonde de benchmark daarentegen een geheel ander verloop (bijvoorbeeld minder dalend of eventueel zelfs stijgend), dan slagen zij wel. Overigens mag de vanzelfsprekendheid waarmee ik het voorgaande presenteer wederom niet het zicht verhullen op de complexiteit die een dergelijke bewijsopdracht met zich kan brengen. In de eerste plaats zal het buitengewoon lastig zijn om een representatieve benchmark samen te stellen. Er zal zorgvuldig gekeken moeten worden welke aandelen wel en welke aandelen niet voldoende representatief zijn om in de benchmark op te kunnen nemen. Is deze hindernis genomen, dan is de volgende moeilijkheid wat het koersverloop van de aandelen uit de benchmark nu precies zegt over het koersverloop van het

⁴⁴ Het door mij gemaakte onderscheid komt overeen met het onderscheid tussen de fasen vestiging en omvang van de aansprakelijkheid ten aanzien van de schadepost ‘vermogensverlies geleden als gevolg van een te hoge aankoopprijs’.

⁴⁵ Dit gebeurt aan de hand van een zgn. ‘event study’. In de Amerikaanse literatuur is hier veel over geschreven. Voor een heldere uiteenzetting van het concept verwijs ik naar het recente artikel van A. Ferrel en A. Saha, ‘The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Causes of Action: the Implications of *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*’, *The Business Lawyer* 2007, p. 163-186. In Ondernemingsrecht heeft De Jong eerder op gedegen wijze de systematiek van de event study uiteengezet, zie B.J. de Jong, ‘Schadeberekening bij securities class actions’, *Ondernemingsrecht* 2007-6, p. 239-241.

litigieuze aandeel. Men zal niet simpelweg kunnen stellen dat wanneer de aandelen uit de benchmark in de desbetreffende periode gemiddeld x% daalden, het litigieuze aandeel (bij afwezigheid van misleiding) ook x% had moeten dalen. Dit hangt weer samen met het feit dat het risicoprofiel van de litigieuze vennootschap aanzienlijk kan verschillen van het risicoprofiel van de afzonderlijke vennootschappen uit de benchmark. Ik laat dit probleem verder rusten.

Mede gelet op de complexiteit van de op de beleggers rustende bewijsopdracht dat zij bij afwezigheid van de misleiding minder dan 100 euro zouden hebben betaald, is het van belang te benadrukken dat de eisen die aan het bewijs zullen worden gesteld niet al te stringent kunnen zijn. Het gaat immers om het bewijs van 'feiten' die zich in een hypothetische (niet-bestaande) situatie hebben voorgedaan. Dergelijke feiten kunnen onmogelijk met zekerheid worden vastgesteld (men zal nooit 100% zeker weten of de introductiekoers bij een niet-misleidend prospectus inderdaad minder dan 100 euro zou zijn geweest). Het maximaal haalbare is dat de feiten met een zekere mate van waarschijnlijkheid worden vastgesteld. Hierbij moet ook bedacht worden dat het openbaarmaker is die de benadeelde de mogelijkheid heeft ontnomen om zekerheid te verschaffen omtrent hetgeen in de hypothetische situatie zou zijn gebeurd, en dat daarom van de benadeelde qua bewijslevering niet het onmogelijke mag worden verwacht.⁴⁶ Verder is van belang dat de eisen die aan het bewijs van het csqn-verband worden gesteld, niet los gezien kunnen worden van de strekking en ernst van de geschonden norm in relatie tot de opgevoerde schadepost. De strekking van de in casu geschonden norm ('gij zult geen aandelen aanbieden op basis van een misleidend prospectus') is enerzijds om beleggers te beschermen tegen het risico dat zij op basis van ondeugdelijke informatie beleggingsbeslissingen nemen en anderzijds om de markt te beschermen tegen het risico dat het koersvormingsproces op onzuivere wijze plaatsvindt. De schade die de beleggers opvoeren is door het misleidende prospectus veroorzaakt *koersverlies*. In dit geval is er dus sprake van een nauw verband tussen de beschermende strekking van de norm en het risico dat zich heeft verwezenlijkt. Hoewel ik weg wil blijven van de bekende omkeringsregel, betekent dit mijns inziens dat de drempel voor de aan het feitelijk bewijs te stellen eisen niet al te hoog kan worden gelegd. Zou daarnaast vaststaan dat het prospectus *ernstig* misleidend was, dan wordt vorenbedoeld verband nog nauwer als gevolg waarvan de drempel (relatief) nog minder hoog kan worden gelegd. Ik benadruk dat deze stellingen niet opgaan wanneer we een schakel in de causale keten opschuiven en kijken naar de schadepost die bestaat uit gedeelde winst. De geschonden norm strekt er immers niet - althans niet specifiek - toe om beleggers te beschermen tegen het risico dat zij (door te veel te betalen voor hun aandeel) rendement mislopen op een alternatieve belegging. Tot zover de eerste bewijsvraag.

Slagen de beleggers in hun bewijs dat zij inderdaad te veel voor hun aandeel hebben betaald, dan is vervolgens de vraag *hoeveel* de beleggers te veel voor hun aandeel hebben betaald. Het processuele debat verplaatst zich hiermee naar de *omvang* van de schade. Wederom moet de vraag worden gesteld hoe de hypothetische situatie zonder normschending eruit zou hebben gezien. Hoeveel (of anders gezegd: hoeveel minder dan 100 euro) zouden de beleggers voor hun aandeel hebben betaald als het prospectus niet misleidend was geweest? Hoewel dit

⁴⁶ Vgl. HR 15 mei 1998, *NJ* 1998, 624, r.o. 3.5.2. Ik benadruk dat het in deze zaak ging om als gevolg van (door een verkeersongeval veroorzaakt) letsel (beweerdelijk) geleden arbeidsvermogensschade. Ofschoon in deze zaak de aansprakelijkheidsgrond dus was gelegen in de overtreding van een verkeersnorm, laat dit naar mijn oordeel het gezichtspunt als zodanig onverlet. Iets anders is dat er in geval van letselschade wellicht sprake is van een soepelere *bewijswaardering*. Dat betekent dat de eisen aan het te leveren bewijs *relatief* lager zullen worden gesteld.

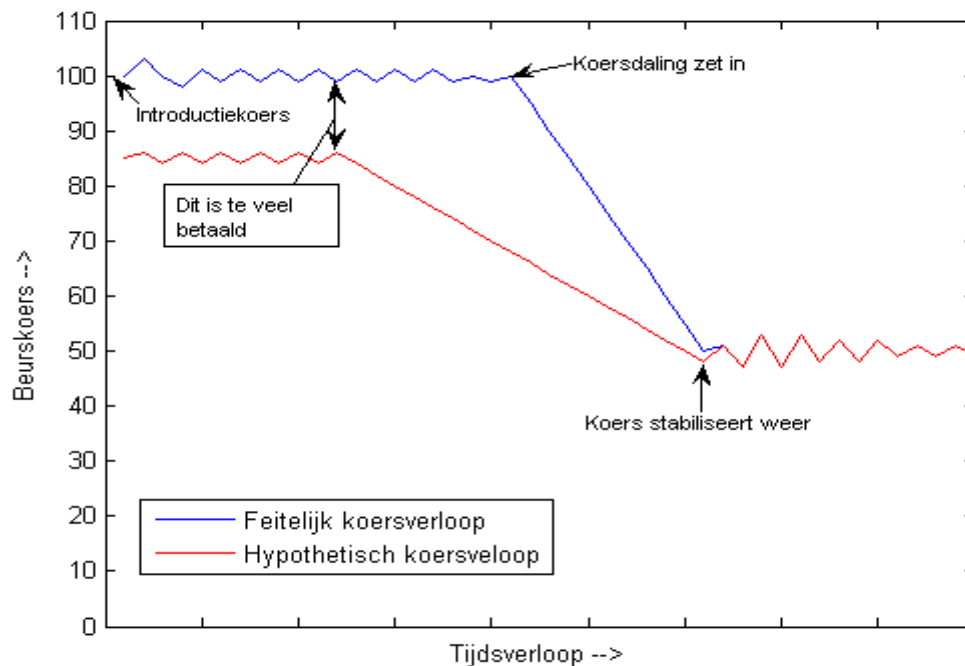
vraagstuk in de praktijk al snel zal uitdraaien op een ware ‘battle of experts’, verschilt het niet noemenswaardig van andere (doch vergelijkbare) vraagstukken van schadevergoedingsrecht. Het is in essentie niets meer dan een kwestie van vermogensvergelijking, waarbij twee vermogensontwikkelingen in de tijd met elkaar moeten worden vergeleken.⁴⁷ Enerzijds is er het feitelijke koersverloop zoals zich dat heeft gemanifesteerd nadat er een misleidend prospectus is gepubliceerd. Anderzijds ‘is’ er het hypothetische koersverloop zoals dat eruit zou hebben gezien als de misleiding achterwege was gebleven.⁴⁸ De aandeelhouders vorderen schade ter hoogte van het bedrag dat zij als gevolg van het misleidende prospectus te veel voor hun aandeel hebben betaald. Deze schade laat zich dan vaststellen door het verschil te nemen tussen het koersverlies dat de aandeelhouders feitelijk gedurende de litigieuze periode hebben geleden en het hypothetische koersverlies dat zij zouden hebben geleden wanneer het prospectus niet misleidend was geweest. Aangezien het feitelijke koersverloop een vaststaand gegeven is, wordt de omvang van de schade volledig bepaald door het hypothetische koersverloop.⁴⁹ Dit betekent dat het processuele debat over de omvang van de schade zich zal concentreren rondom het hypothetische koersverloop.⁵⁰

⁴⁷ Akkermans heeft een en ander helder in kaart gebracht voor wat betreft de schadevaststelling in geval letselschade. Voor het bepalen van de arbeidsvermogensschade vergelijkt hij (het verloop van) een tweetal lijnen. De ene lijn representeert (het verloop van) de toekomstige verdien capaciteit uitgezet tegen de tijd uitgaande van de situatie dat er letselschade is geleden. De andere lijn representeert de hypothetische verdien capaciteit uitgezet tegen de tijd uitgaande van de situatie dat de normschending en de daardoor veroorzaakte letselschade zou zijn uitgebleven. De schade per tijdseenheid laat zich vaststellen door het verschil te nemen tussen de twee lijnen. Zie A.J. Akkermans, ‘Causaliteit bij letselschade en medische expertise’, *Tijdschrift voor Vergoeding Personenschade* 2003-4, p. 93-104.

⁴⁸ Zie figuur 1 voor een grafische weergave.

⁴⁹ In het Amerikaanse recht is het concept van het vergelijken van het feitelijke koersverloop met het hypothetische koersverloop voornamelijk ontwikkeld in het kader van de schadeberekening bij zgn. ‘securities class actions’. Dit ‘framework’ van de ‘price line’ en de ‘value line’ is in de literatuur uitvoerig behandeld. Voor een heldere uiteenzetting van recente datum verwijs ik naar J.W. Eisenhofer, G.C. Jarvis & J.R. Banko, ‘Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation’, *The Business Lawyer* 2004, p. 1424-1428. Voor de schadeberekening in het Nederlandse recht is het concept eerder geïntroduceerd door De Jong, zie De Jong 2007, p. 239-241.

⁵⁰ De Jong bespreekt uitvoerig de verschillende methodes die in het Amerikaanse recht worden gebruikt om het hypothetische koersverloop te construeren, zie De Jong 2007, p. 240-241.



Figuur 1

Hoewel het, zoals we in het voorgaande zagen, zowel bij het processuele debat over het bestaan van schade als bij het debat over de omvang van de schade gaat om het vergelijken van twee situaties, bestaat er vanuit procesrechtelijk oogpunt een relevant verschil. Dit is overigens ook precies de reden waarom ik het nuttig acht het onderscheid tussen *bestaan* van schade en *omvang* van schade te maken. Dit verschil betreft de regels van stelplicht en bewijs. Volgens de heersende leer is de rechter bij het debat over de omvang van de schade niet gebonden⁵¹ aan de reguliere regels van stelplicht en bewijs.⁵² Dit uitgangspunt maakt deel uit van de vrijheid die de rechter geniet bij het begroten van de schade (art. 6:97 BW). De gedachte is dat wanneer de rechter bij de materieelrechtelijke vaststelling (van de uitgangspunten bij de begroting) van de schade vrijheid heeft, hij ook vanuit procesrechtelijk oogpunt niet al te zeer gebonden mag zijn. Vertaald naar het proces van schadevaststelling bij prospectusaansprakelijkheid houdt dit in dat de rechter bij het processuele debat over het hypothetische koersverloop in beginsel niet gebonden is aan de gewone regels van stelplicht en bewijs. In het hierboven aangehaalde voorbeeld zou dit kunnen betekenen dat zodra de beleggers erin zijn geslaagd om aan te tonen dat zij (met een aankoopprijs van 100 euro) te veel voor hun aandelen hebben betaald, door de rechter voorshands wordt aangenomen dat de omvang van de schade 50 euro bedraagt. Het ligt dan op de weg van de openbaarmaker om aan te tonen dat de schade op een bedrag lager dan 50 euro moet worden begroot. De openbaarmaker zal hiertoe een zodanig verloop van de hypothetische koers aannemelijk moeten maken dat het bedrag van het door de beleggers te veel betaalde minder dan 50 bedraagt. Slaagt de openbaarmaker hierin, dan krijgen de beleggers schadevergoeding

⁵¹ Men weze erop bedacht dat ‘niet gebonden’ aan de gewone regels van stelplicht niet betekent dat deze regels niet van toepassing zijn.

⁵² Opgemerkt zij dat dit uitgangspunt de laatste tijd onder druk staat. Voor een heldere stellingsname hieromtrent verwijs ik naar G. de Groot en A.J. Akkermans, ‘Schadevaststelling, bewijslastverdeling en deskundigenbericht’, *NTBR* 2007-10, p. 501-509. Ik denk dat men inderdaad kan twisten over de vraag *in hoeverre* de rechter bij het debat over de schadeomvang niet gebonden is aan de regels van het reguliere bewijsrecht. Dat laat echter het uitgangspunt dat in het processuele debat over de schadeomvang een ander (lees: lichter) bewijslastregime geldt dan daarbuiten onverlet.

toegewezen ter hoogte van het te veel betaalde zoals zich dat door het (door de openbaarmaker aannemelijk gemaakte) hypothetische koersverloop laat vaststellen. De rechter zal hierbij (impliciet) uitgaan van de regel dat het mindere in het eerdere besloten ligt. Het feit dat de beleggers schade vorderen ten bedrage van 50 euro, staat - tenzij uitdrukkelijk door de beleggers anders gewenst - niet aan toewijzing tot een lager bedrag in de weg.⁵³

Slot

Het succesvol instellen van een vordering tot schadevergoeding tegen de openbaarmaker(s) van een misleidend prospectus omvat meer dan louter de (rechterlijke) vaststelling dat het prospectus misleidend is. Voor het vestigen van de aansprakelijkheid van de openbaarmaker(s) van het prospectus moet(en) ook de lastige horde(s) van (het bewijs van) het causaal verband (en de schade) worden genomen. In dit verband heb ik twee vorderingsgrondslagen onderscheiden. De benadeelde belegger kan enerzijds aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag leggen dat hij als gevolg van een door het misleidend prospectus teweeggebrachte positieve stemming te veel voor zijn aandelen heeft betaald. Anderzijds kan de belegger aanvoeren dat hij door het misleidende prospectus daadwerkelijk is *misleid* (en dat hij zijn aandeel niet gekocht zou hebben als de misleiding achterwege was gebleven). Voor de eerstgenoemde vorderingsgrondslag is betoogd dat het causaal verband op materieelrechtelijke gronden niet al te moeilijk te construeren valt. De spaarzaam verschenen rechtspraak brengt mij niet tot een ander oordeel. Het daadwerkelijk in rechte kunnen aantonen van het csqn-verband levert daarentegen wel de nodige hoofdbreken op. Immers, de enkele (rechterlijke) vaststelling dat het prospectus voor de particuliere maatman-belegger misleidend is, wettigt op zichzelf geenszins het vermoeden dat het prospectus de beurskoers heeft beïnvloed. De benadeelde belegger zal dus met een goed onderbouwd verhaal aannemelijk moeten maken dat het aan het misleidende prospectus is toe te schrijven dat de beurskoers (kunstmatig) omhoog is gestuwd en dat de koersval die nadien is ingezet niet (volledig) werd veroorzaakt door een afnemend vertrouwen op de beurs. Men realiseer zich hierbij dat het aannemelijk maken van het causaal verband (of het bestaan van schade) allerm minst slechts een rekenkundige exercitie betreft. Wat in concreto van de beleggers terzake het bewijs kan worden verwacht, zal steeds beoordeeld dienen te worden in het licht van de normatieve context van de voorliggende bewijsvraag. De aard en ernst van de geschonden norm zullen de bewijsmaatstaf (mede) kleuren. Het aantonen van het causaal verband bij prospectusaansprakelijkheid betreft dus niet in de laatste plaats een normatieve exercitie!

⁵³ HR 5 januari 1996, *NJ* 1996, 449, r.o. 3.5.